UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA "GIORGIO FUÀ"

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Management
Curriculum amministrazione, finanza e controllo

IMPATTO STRATEGICO E ORGANIZZATIVO DEI MINIBOND SULLE PMI ITALIANE. UN CASO AZIENDALE

STRATEGIC AND ORGANIZATIONAL IMPACT OF MINIBONDS ON ITALIAN SMEs: A CASE STUDY

Relatore: Chiar.mo
Prof. Marco Giuliani

Tesi di Laurea di:
Martina Cerioni

Anno Accademico 2019 – 2020

INDICE

Introduzione **1**

Capitolo 1

Le piccole e medie imprese italiane e analisi della loro struttura finanziaria **3**

1.1. Il fenomeno del nanismo 3

1.2. I caratteri distintivi delle piccole e medie imprese italiane 6

1.3. La struttura finanziaria 12

1.3.1. Le caratteristiche finanziarie delle PMI in Italia 13

1.4. Le fonti di finanziamento 21

1.4.1. Fonti interne e autofinanziamento 21

1.4.2. Fonti esterne 22

1.5. Le crisi finanziarie e gli effetti del credit crunch 28

1.5.1. Dati recenti 30

1.5.2. Il ricorso a strumenti di finanza alternativa 33

Capitolo 2

I minibond **35**

2.1. Il quadro normativo 36

2.1.1. Decreto Sviluppo 2012 e Decreto Sviluppo Bis 2012 36

2.1.2. Decreto Destinazione Italia 2013 38

2.1.3. Decreto Competitività 2014 40

2.1.4. Leggi di Bilancio recenti 40

2.2. La decisione di emissione e l'impresa target 41

2.3. Il processo di emissione 47

2.3.1 Lo studio di fattibilità: requisiti e ruolo dell'advisor 48

2.3.2. La costruzione del minibond e il ruolo dell'arranger 53

2.3.3. Il collocamento del prestito e l'eventuale quotazione 58

2.4. Dati di mercato 65

Capitolo 3

Impatto strategico e organizzativo dei minibond **73**

3.1. Le motivazioni dell'emittente 73

3.2. Le opportunità dell'emissione 79

3.3. I costi del collocamento e i limiti della scelta 92

Capitolo 4

Il caso aziendale **109**

4.1. La metodologia di ricerca 109

4.2. Presentazione del caso 113

4.3. L'analisi critica 121

Conclusioni **136**

Riferimenti **138**

Sitografia **142**

INTRODUZIONE

A partire dal 2012 il Governo italiano ha introdotto nuove regole volte a facilitare, tra le altre cose, l'emissione di obbligazioni e titoli similari da parte di enti e società italiane non quotate. L'esigenza di inserire lo strumento del minibond all'interno del contesto delle varie fonti di finanziamento nasce dalla difficoltà, da parte di imprese di dimensioni tipicamente non grandi, di ricercare e trovare sufficienti risorse per coprire i propri fabbisogni finanziari e gli investimenti futuri programmati. L'elaborato si propone di capire se il minibond sia o meno, in concreto, uno strumento adatto alla realtà delle piccole e medie imprese italiane. Allo scopo, si procederà all'analisi di un caso aziendale. Nella parte iniziale dell'elaborato vengono descritte le caratteristiche organizzative e finanziarie delle PMI italiane. Viene affrontato il tema del nanismo e spiegati i caratteri distintivi rispetto l'organizzazione, la gestione e la loro struttura finanziaria, arrivando all'osservazione dei cambiamenti subiti a seguito del fenomeno del credit crunch. Una volta spiegato quali siano le peculiarità delle imprese che operano nel nostro Paese, si passa alla descrizione approfondita dello strumento del minibond, analizzando in prima battuta il quadro normativo che regola questa disciplina, entrando poi nello specifico di tutti i passaggi da affrontare al fine di emettere un minibond. Nel terzo capitolo vengono esaminati gli impatti strategici e organizzativi che la scelta dell'emissione di un minibond ha sull'impresa.

Vengono approfondite le motivazioni alla base della scelta dell'emissione, i vantaggi e i limiti. A tal fine, nell'ultimo capitolo, viene affrontato un caso aziendale con lo scopo di dimostrare tali risvolti sull'impresa emittente e di capire se l'emissione di un minibond sia o meno una scelta affrontabile e gestibile da una PMI italiana. Il filo conduttore che guida l'elaborato è la volontà di capire se il minibond, trattandosi di una soluzione che comporta un impegno notevole, possa essere un meno un valido strumento alternativo al canale bancario per quella categoria di imprese afflitta da molteplici criticità, tra le quali la carenza di un'adatta organizzazione, alti livelli di indebitamento, dipendenza dal canale bancario, limitate competenze finanziarie. L'obiettivo è cercare di capire se la disintermediazione bancaria sia una strada percorribile anche da aziende minori, spesso difficilmente pronte ai canali alternativi.

CAPITOLO 1

LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE ITALIANE E ANALISI DELLA LORO STRUTTURA FINANZIARIA

1.1. IL FENOMENO DEL NANISMO

Secondo i dati del censimento PMI 2019 dell'Istat, il 99,9 per cento delle imprese attive in Italia sono micro, piccole e medie imprese e solo lo 0,01 per cento residuo è rappresentato da imprese di grandi dimensioni[1]. Si evince pertanto che la principale particolarità del sistema produttivo italiano è una composizione estremamente frammentata: da un lato un'enorme diffusione delle imprese di minori dimensioni, dall'altro l'esiguo numero di grandi imprese. È dunque indubbio che questa categoria rappresenti la struttura portante del nostro Paese. Da qui il termine "nanismo" riferito all'aspetto dimensionale delle nostre imprese. Tale fenomeno è il risultato della nascita di centinaia di migliaia di imprese ogni anno ed è favorito dalla presenza di alcuni fattori tipici del nostro Paese.

In primo luogo, il nostro è un sistema imprenditoriale caratterizzato da molte piccole imprese controllate e gestite da famiglie. Con riferimento al 2018, le imprese controllate da una persona fisica o da una famiglia rappresentano circa il 78 per cento delle unità produttive con almeno 3 addetti.

[1] ISTAT, *Censimento permanente delle imprese 2019: i primi risultati,* 2020.

Quando poi negli anni il numero dei familiari aumenta si verificano inevitabilmente delle scissioni tra i rami che danno vita a nuove imprese.

Inoltre, la nascita di nuove imprese è agevolata dal fatto che molte di esse operano in settori caratterizzati da basse barriere all'entrata in termini di investimenti necessari.

Altra caratteristica che facilita il fenomeno del nanismo è la presenza di distretti cioè aree geografiche ad alta specializzazione produttiva comprendenti un elevato numero di piccole e piccolissime imprese, unite tra loro da forti legami di collaborazione. L'appartenenza a queste aree rende meno costosi molti processi tra i quali: la trasmissione di informazioni, il reperimento di macchinari usati, la ricerca di dipendenti specializzati, favorisce lo sviluppo, ecc. Oltre a ciò, operare all'interno di un distretto può permettere l'ottenimento di economie di scala nell'ambito del distretto stesso piuttosto che in capo alla singola impresa.

La quarta circostanza che facilita la nascita di nuove imprese è la presenza dei processi di esternalizzazione avviati da molte imprese che portano a delegare alcune delle attività considerate non critiche a imprese terze che spesso vengono create appositamente. Infine, va considerato che esiste un sistema di facilitazioni pubbliche che agevola la nascita di nuove attività da parte di giovani interessati e premia le piccole dimensioni[2].

---

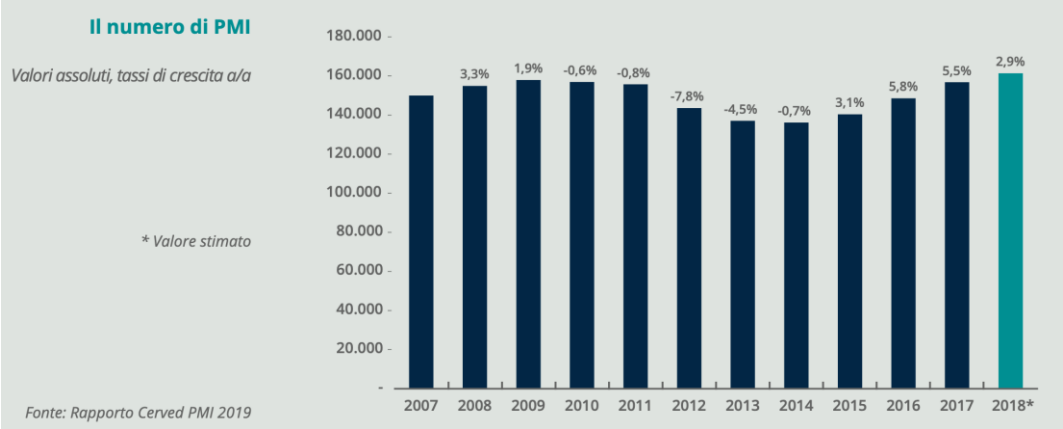
[2] D. MONTEMERLO, P. PRETI, *Volume 17: piccole e medie imprese. Imprese familiari*, Egea, Milano, 2004, pp. 11-22.

A tutto ciò va aggiunta l'attitudine generale dell'imprenditore a preferire una dimensione minore dato che spesso non è disposto a delegare la gestione dell'impresa al management o a condividere la proprietà con altri investitori, o a investire risorse che una crescita dimensionale richiederebbe.

La micro e la piccola dimensione hanno alcuni vantaggi che si concretizzano soprattutto nella capacità di adattamento alla mutevole domanda di mercato, ma presentano anche dei rischi in quanto subiscono maggiormente le fluttuazioni della domanda, hanno accesso al credito a condizioni più sfavorevoli, e altri aspetti di cui parleremo nel prosieguo di questa trattazione.

Resta il fatto però che le PMI in Italia continuano a crescere numericamente: in particolare nel 2017 c'è stato un +8222 (5,5%) rispetto al 2016.

Figura 1 *– Il numero di PMI*



Fonte: Rapporto Cerved PMI 2019

Andremo ora a capire quali siano gli elementi caratterizzanti le piccole e medie imprese italiane.

1.2. I CARATTERI DISTINTIVI DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE ITALIANE

In Italia la definizione di PMI segue quanto definito nella Raccomandazione 2003/361/CE dove si considera come criterio principale il numero di occupati affiancato da un criterio finanziario che tiene conto o del fatturato o del totale di bilancio. I dati riportati in tabella fanno da discriminante tra piccola, media e microimpresa.

Figura 2 *– Soglie PMI*

Categoria di impresa	Effettivi: unità lavorative-anno (ULA)	Fatturato annuo	o	Totale di bilancio annuo
Medie imprese	< 250	≤ 50 milioni di euro	o	≤ 43 milioni di euro
Piccole imprese	< 50	≤ 10 milioni di euro	o	≤ 10 milioni di euro
Microimprese	< 10	≤ 2 milioni di euro	o	≤ 2 milioni di euro

Fonte: Guida dell'utente alla definizione delle PMI, Commissione Europea, 2020.

Va notato che, mentre le soglie degli occupati vanno rispettate obbligatoriamente, il criterio del fatturato è alternativo a quello del totale di bilancio. Viene offerta questa possibilità poiché ad esempio il fatturato di chi opera nel settore del commercio o della distribuzione è, per sua stessa natura, più elevato di quello risultante dal settore manifatturiero. L'opportunità di scelta tra i due criteri consente di trattare equamente le PMI che svolgono diversi tipi di attività economica. Questa distinzione prettamente quantitativa è, da un lato certamente utile per distinguere tra grande e piccola impresa ai fini dell'attribuzione di agevolazioni o più in generale dei programmi pubblici, dall'altro poco rappresentativa del profilo strategico e gestionale dell'impresa stessa.

Per capire a fondo quali siano gli elementi caratterizzanti delle piccole medie imprese è necessario osservarne anche le varie dimensioni qualitative.

Tra queste spicca innanzitutto l'elevata dominanza del soggetto economico, cioè *"quella persona o gruppo di persone che assumono le decisioni fondamentali e che di fatto governano e controllano la gestione"*[3].

Tale soggetto nella piccola impresa, più che nelle altre dimensioni, guida lo svolgimento della gestione secondo le sue aspirazioni personali, identificandosi con l'impresa stessa. Nelle PMI spesso non c'è separazione tra proprietà e controllo. Il successo dell'impresa dipende perciò dalla qualità dell'imprenditore e di poche altre persone portatrici dell'idea imprenditoriale. Questi attori chiave

[3] L. MARCHI, *Introduzione all'economia aziendale*, Giappichelli, Torino, 2014, p. 41.

presidiano le funzioni critiche dell'impresa caratterizzata da una struttura organizzativa tipicamente semplice, con pochi livelli gerarchici e con scarsi processi di delega. Tutto è incentrato nelle mani dell'imprenditore che, in funzione dei suoi obiettivi personali, dei suoi valori e del suo intuito guida l'azienda segnandone inevitabilmente lo sviluppo.

Un secondo elemento da evidenziare è dato dal fatto che l'istituto impresa è spesso sovrapposto all'istituto famiglia (intendendo quella proprietaria del capitale aziendale)[4]. Tale sovrapposizione è totale quando tutte le risorse umane o di capitali dell'impresa sono forniti dalla famiglia proprietaria, altrimenti si definisce parziale. Il modello proprietario chiuso ostacola l'entrata di soggetti qualificati con competenze specifiche, che invece potrebbero essere utili alla crescita dell'azienda. Questa situazione condiziona l'intero funzionamento dell'impresa, la capacità di risposta ai cambiamenti ambientali e i percorsi di sviluppo.

La terza specificità delle piccole e medie imprese è il limitato uso dei sistemi manageriali intendendo con questi *"la tecnologia degli assetti formali per guidare e controllare l'attività delle organizzazioni complesse finalizzate"*[5].

Nelle piccole e medie imprese tali sistemi trovano ancora scarsa applicazione.

---

[4] D. MONTEMERLO, P. PRETI, *Volume 17: piccole e medie imprese. Imprese familiari*, Egea, Milano, 2004, pp. 36-38.

[5] I. ANSOFF, *I sistemi manageriali*, dattiloscritto, 1983. In: S. BRANCIARI, *I sistemi di controllo nella piccola impresa*, Giappichelli, Torino, 1996, p. 35.

Si può ritenere che il motivo sia da ricondursi alla dimensione ridotta vista come il primo stadio di una successiva crescita. In realtà il sistema industriale italiano si caratterizza per la presenza di numerose micro e piccole imprese che non crescono dimensionalmente. Come spiegato in ambito del nanismo esistono molteplici fattori che fanno sì che la crescita dimensionale non si manifesti.

Pertanto, il limitato uso dei sistemi manageriali può essere legato solo in parte alle fasi del ciclo di vita e può avere diverse manifestazioni, tra le quali[6]:

a) sistema informativo poco sviluppato tendente a dare maggiore rilevanza alle informazioni che scaturiscono da obblighi verso l'esterno (ad esempio da leggi) piuttosto che a produrre informazioni utili ai fini direzionali. Questo sia perché lo scambio di informazioni avviene in maniera spesso informale, sia perché l'azienda è restia a divulgare dati che possono arrivare ai concorrenti.

b) orizzonte temporale limitato: ci si preoccupa principalmente della gestione corrente trascurando il medio-lungo termine. Alle attività di gestione strategica si dedica poco tempo e non le si esplicita formalmente, focalizzando piuttosto l'attenzione sulle *operations*;

c) struttura organizzativa poco formalizzata: i compiti vengono definiti in maniera informale con una supervisione costante da parte

[6] S. BRANCIARI*, I sistemi di controllo nella piccola impresa*, Giappichelli, Torino, 1996, pp. 38-39.

dell'imprenditore che lo porta ad intervenire continuamente su tutte le attività dei suoi subordinati.

Oltre a questi profili principali possono essere ricordate altre caratteristiche altrettanto importanti attinenti alla gestione strategica.

Le PMI si caratterizzano per attuare delle strategie di focalizzazione, cioè concentrate su un'area ristretta di competizione all'interno di un settore. Spesso decidono di operare in ambiti competitivi ristretti non disponendo delle risorse umane, finanziarie, tecnologiche, commerciali necessarie ad ampliare il loro campo d'azione. Tale scelta di posizionamento può derivare, oltre che dalle caratteristiche strutturali dell'azienda appena elencate, anche dal profilo specifico del settore di riferimento il quale può essere di per sé frammentato, dove quindi viene ostacolata la formazione di un'impresa che faccia da leader dello stesso, oppure settori con elevata concentrazione dove sono piccoli gli interstizi lasciati liberi dalle imprese di più grande dimensione, infine settori dove la domanda di per sé è strutturalmente limitata.

Le peculiarità delle piccole e medie imprese viste finora ci consentono di capire perché sia fisiologico che la gestione strategica venga svolta da poche persone (o anche solo dall'imprenditore), con processi poco formalizzati e che si delineano grazie ad un "apprendimento con il fare"[7].

---

[7] D. MONTEMERLO, P. PRETI, *Volume 17: piccole e medie imprese. Imprese familiari*, Egea, Milano, 2004, p. 127.

Tutto questo ha dei riflessi sia positivi che negativi. Tra i primi troviamo un'impresa estremamente flessibile, capace di adattarsi ai cambiamenti, qualità che la distingue dalle imprese di più grande dimensione. Il numero limitato di mercati in cui opera e la minore complessità interna le permettono di avere una visione chiara e completa della strategia da perseguire. Tale visione è nelle mani dell'imprenditore e di poche altre persone in grado di analizzare tutte le informazioni necessarie per prendere decisioni rapidamente senza incontrare resistenze.

Nonostante questi punti di forza vanno evidenziate anche delle debolezze tipiche della realtà delle PMI. Come già rilevato la PMI è spesso focalizzata su un orizzonte temporale di breve periodo, su unico mercato e sul passato. Quest'ultimo punto la porta a non aggiornarsi costantemente anche perdendo di vista la fondamentale necessità di innovarsi. Le ridotte dimensioni la condizionano anche nell'unico mercato dove è presente in quanto spesso non riesce né a contrastare gli andamenti negativi né a determinarne da sola di positivi. L'assenza di cultura manageriale la porta a ritenere superflua la conoscenza e l'utilizzo di modelli, metodologie e strumenti di gestione manageriale. Per questo motivo il modello di gestione delle piccole imprese si viene a trovare in difficoltà quando l'ambiente in cui operano diventa più complesso, quando l'impresa cresce o l'imprenditore invecchia.

Un ulteriore aspetto penalizzante è lo scarso peso che ha quando stabilisce dei rapporti (produttivi, commerciali, …) con la grande impresa[8]. Quest'ultima grazie al maggior potere contrattuale impone le proprie condizioni a scapito della piccola impresa la quale potrebbe anche non essere in grado di soddisfare le ingenti quantità richieste.

1.3. LA STRUTTURA FINANZIARIA

I limiti conseguenti le piccole dimensioni sono più evidenti se rivolgiamo l'attenzione alla struttura finanziaria delle imprese in questione.

Va evidenziato che la funzione finanziaria di una piccola unità è notevolmente differente da quella di un'azienda di più vaste dimensioni. Le differenze attengono a: una diversa organizzazione e una minor cura dedicata alla funzione finanziaria nelle imprese minori, agli strumenti ai quali si fa ricorso, ai vincoli che devono affrontare le piccole imprese nel rapporto con i terzi (finanziatori, clienti, fornitori, ecc.) e così via.

A cambiare sono anche gli obiettivi che guidano i due tipi di organizzazione: da un lato un'impresa maggiore orientata alla massimizzazione del valore di mercato dell'azienda, dall'altro un'impresa minore con lo scopo di massimizzare il benessere dell'imprenditore. Il comportamento dell'impresa diviene la proiezione

[8] S. BRANCIARI, *I sistemi di controllo nella piccola impresa*, Giappichelli, Torino, 1996, p. 44.

della soggettività dell'imprenditore e delle sue volontà, che si manifestano anche nelle scelte finanziarie definendo il destino dell'intera impresa[9].

Le piccole e medie imprese sono caratterizzate da una dinamica finanziaria improntata a grande incertezza. Se vengono predisposti dei piani finanziari questi subiscono frequenti variazioni a causa della posizione d'inferiorità nei confronti dell'ambiente esterno. Esse infatti, come già ricordato, pur godendo di un buon grado di elasticità che permette loro di adattarsi efficacemente ai cambiamenti di mercato, ne subiscono gli andamenti passivamente. Tale vulnerabilità è visibile sia nell'attivo di bilancio, influenzato più dalle esigenze di mercato che dalla volontà dell'impresa, sia nel passivo dove è costretta a subire i notevoli vincoli nell'accesso al credito, nella ridotta gamma di strumenti a disposizione ma anche nel ricorso al mercato per raccogliere capitale di rischio.

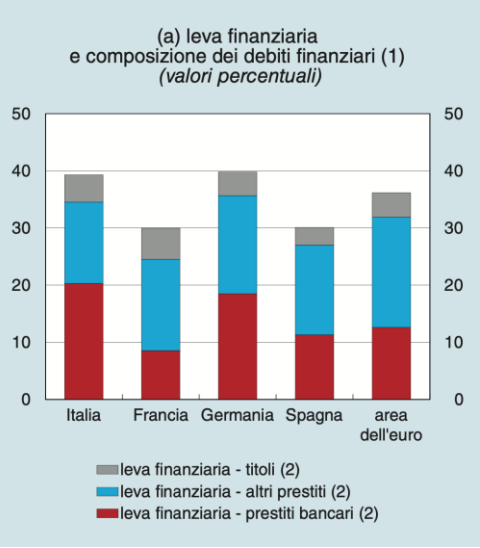
1.3.1. Le caratteristiche finanziarie delle PMI in Italia

Vi sono degli aspetti caratteristici della struttura finanziaria delle PMI del nostro Paese che compromettono le potenzialità di crescita delle stesse e dell'intero sistema economico italiano. Primo su tutti il ricorso preponderante al capitale di debito. Le imprese italiane si caratterizzano infatti per un elevata dipendenza dal

[9] A. DESSY, *Politiche finanziarie e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, Egea, Milano, 1995.

credito bancario; l'incidenza dei finanziamenti bancari sul totale dei debiti finanziari tocca il 60%, determinando il valore più alto dell'area euro[10].

Figura 3 *– Indebitamento delle imprese*



Fonte: Relazione annuale Banca d'Italia, 29 maggio 2020

(1) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie.

La struttura finanziaria che presentano comprende per lo più capitale apportato dai soci e debito bancario. Questa condizione è determinata dal fatto che le imprese italiane vedono nel sistema bancario l'unico possibile interlocutore per ottenere i finanziamenti necessari, a causa sia di fattori di natura culturale sia di problemi legati alla presenza di asimmetrie informative. Finanziamenti di altro tipo, che

[10] I. VISCO, Intervento del Governatore della Banca d'Italia alla conferenza: *"The italian corporate bond market: what's happening to the capital structure of italian non-financial companies?"*, Milano, 2019.

non siano provenienti dal canale bancario, vengono raramente presi in considerazione.

Il fatto che le PMI ricorrano notevolmente ai finanziamenti bancari non significa che riescano ad ottenere facilmente questo risultato. Tutt'altro.

I finanziatori, infatti, nelle loro relazioni con le PMI, attuano un comportamento di notevole diffidenza di fronte ad una richiesta di finanziamento. All'origine di tale sfiducia vi è innanzitutto il maggior rischio che questa tipologia di imprese presenta. L'identificazione dell'azienda con il soggetto economico, la facilità con la quale in caso di crisi vengono assoggettate a procedure concorsuali, la scarsa convenienza economica connessa all'erogazione di importi modesti, sono tutti elementi che rafforzano la loro posizione. Ad aggravare il quadro c'è l'opacità informativa tipica di queste realtà: documenti incompleti, assenza di chiare ed affidabili informazioni prospettiche, ecc. L'imprenditore tenta di ridurre al minimo la diffusione di informazioni e documenti contabili, il che comporta un aumento dei costi per il finanziatore, sia nella fase di valutazione della qualità del progetto di investimento, sia nel controllo dei risultati effettivamente raggiunti[11]. L'opacità informativa rende difficoltoso per i soggetti esterni capire il modo nel quale l'impresa utilizzerà quei fondi e se sarà in grado o meno di restituirli. Inoltre, molte volte tali dati non riflettono a pieno il reale andamento dell'azienda in quanto possibile frutto di manipolazioni e aggiustamenti. Infatti, le politiche di

[11] BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale 2019*, 2020, p. 93.

bilancio sono più probabili al ridursi delle dimensioni dell'azienda, dove non si certificano i bilanci.

La conseguenza di tutto ciò è la creazione di un rapporto di inferiorità per la piccola impresa costretta a subire le condizioni imposte dal finanziatore che si manifestano in un maggior costo del credito, nella richiesta di garanzie accessorie non essendo sufficiente la stabilità economico-finanziaria, nella possibilità che qualora dovessero emergere delle difficoltà il finanziatore sarà più propenso a revocare l'affidamento piuttosto che supportare l'impresa.

Altro profilo speculare al primo è la sottocapitalizzazione delle PMI italiane, cioè la situazione in cui il capitale aziendale disponibile è insufficiente al mantenimento delle condizioni di equilibrio e sviluppo dell'impresa. Risulta dunque fortemente finanziata con capitale di terzi e possiede scarsa autonomia finanziaria[12]. La riluttanza a diluire il controllo genera vincoli finanziari osservabili nella minore raccolta del capitale di rischio e conseguentemente nel maggior ricorso al debito. Si tende così a contenere il fabbisogno finanziario nei limiti dell'autofinanziamento per evitare una perdita di autonomia decisionale e, se non sufficiente, ricorrere eventualmente all'indebitamento.

L'ordine di scelta delle fonti di finanziamento da parte delle PMI italiane è accuratamente spiegato dalla teoria del Pecking Order "allargato"[13] secondo la

[12] M. LOSSANI *et al.*, Osservatorio Monetario n. 3/2014, Laboratorio di analisi monetaria – Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 2014, p. 35.
[13] Evoluzione dell'originaria teoria del Pecking Order di Myers e Majluf (1984) e Mayers (1984).

quale si seguono questi step: risorse interne come prima scelta (comprendente autofinanziamento e le risorse personali dell'imprenditore o dei soci), il debito soprattutto di fornitura e bancario e, solo come ultima opzione, l'*equity* esterno.

L'ordine richiamato è frutto di varie situazioni alcune delle quali già accennate.

Innanzitutto, le PMI soffrono del *finance gap* cioè la limitazione all'accesso alle fonti di finanziamento esterne. Questo fenomeno è composto da un lato dal *supply gap* cioè la già citata riluttanza da parte delle banche a concedere finanziamenti, dall'altro il *knowledge gap*, ossia la mancanza di educazione finanziaria di queste realtà che le porta a non essere a conoscenza di tutte le opportunità che potrebbero cogliere. Come risultato viene pertanto preferita la fonte interna e, eventualmente, il prestito bancario. Complici di tale risultato sono anche l'alto livello di asimmetria informativa tra l'azienda e i potenziali investitori esterni data l'assenza di particolari obblighi informativi, e l'avversione dei proprietari all'abbandono anche parziale del controllo della propria impresa. L'applicabilità di questo ordine è stata confermata anche da un'indagine di Fabbrini e Micucci (2003)[14] riferita alla realtà regionale delle Marche che ha mostrato come l'ordine di scelta sia coerente con il PO anche in questo territorio dove c'è scarsa patrimonializzazione, ridotta base proprietaria e quindi elevata incidenza del capitale di debito.

[14] Si veda O. DOMENICHELLI, *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici*, Giappichelli, Torino, 2013, p. 95.

L'ordine di scelta in questione è poi frutto del tipo di rapporto banca-impresa riscontrabile in Italia. Il sistema finanziario italiano è un sistema banco-centrico, dove cioè le banche hanno un ruolo cruciale nel finanziare le imprese. Come abbiamo già ricordato la struttura finanziaria delle PMI italiane è caratterizzata dalla prevalenza di debiti bancari e da una ridotta capitalizzazione, mentre il ricorso al mercato dei capitali è marginale. Le imprese italiane propendono verso la scelta del finanziamento bancario anche a causa dell'elevata imposizione fiscale alla quale sono sottoposte. Infatti, la deducibilità degli interessi passivi rende questa fonte di finanziamento meno onerosa ed induce gli imprenditori a optare per questa scelta.

Il tipo di debito al quale si ricorre è principalmente di breve termine (durata inferiore ai 12-18 mesi) principalmente perché rappresenta un tipo di finanziamento che incontra minori restrizioni ed è pertanto più facilmente ottenibile. Si è infatti osservato che al decrescere delle dimensioni d'azienda tende a diminuire anche l'incidenza dell'indebitamento a medio lungo termine.

Questo in virtù del fatto che le imprese non instaurano un legame profondo con un'unica banca; non si realizza il fenomeno del *relationship lending*.

Si tratta dell'instaurazione di un rapporto banca-cliente di lungo periodo che porta la banca a conoscere a fondo l'impresa, le sue attività e le sue potenzialità di crescita. Un rapporto che permetterebbe alla banca di ottenere, non solo le informazioni pubblicamente disponibili relative all'azienda, ma anche

informazioni private, confidenziali, emergenti dal rapporto di fiducia, il che permetterebbe di sopperire alla tipica opacità informativa.

Al contrario in Italia, il fenomeno in questione non si verifica poiché le imprese preferiscono instaurare molteplici rapporti contemporaneamente con diverse banche (in media 5) con l'obiettivo di ottenere credito alle condizioni più favorevoli possibile[15]. Le imprese vedono il multi-affidamento come lo strumento migliore per mettere a confronto varie banche e "strappare" il minor tasso di interesse possibile evitando inoltre di coinvolgere eccessivamente la banca nella gestione e mantenere con essa un rapporto superficiale. Anche le banche ottengono dei vantaggi riuscendo a diversificare il rischio dei finanziamenti concessi, mentre le imprese riescono ad ottenere dei finanziamenti al miglior tasso offerto loro dalle varie opzioni.

Nelle fasi in cui l'economia è in difficoltà però queste deboli relazioni bancarie portano ad una riduzione della concessione del credito rendendo il modello di finanziamento delle PMI fortemente pro-ciclico[16] e per questo inadatto a sostenere lo sviluppo e la crescita delle stesse. Si determina una sovraesposizione verso il sistema bancario e quindi un'eccessiva dipendenza in termini di crescita e sviluppo delle aziende nei confronti degli istituti di credito.

---

[15] A. NIFO, S. RUBERTO, G. VECCHIONE, *Qualità delle istituzioni e multiaffidamento bancario. Un'indagine empirica*, in A. BIANCHI *et al.*, *Oligopolio, istituzioni e performance delle imprese*, Pisa University Press, Pisa, 2017.

[16] G. FORESTIERI, *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio*, Università Bocconi, 2014.

Il risultato di tutti gli elementi ricordati è la creazione di una struttura finanziaria instabile dove si predilige il ricorso all'indebitamento a breve anche per finanziare gli investimenti fissi. Si realizza così uno squilibrio patrimoniale e finanziario dove le passività consolidate (cioè quelle a medio lungo termine) e il patrimonio netto risultano inferiori all'attivo immobilizzato, il quale dunque risulterà in parte finanziato da debiti a breve termine[17]. L'effetto è la costituzione di una struttura caratterizzata da fragilità finanziaria, ancora più evidente durante cicli economici negativi, che rendono l'impresa maggiormente esposta a crisi. La debolezza ora evidenziata rende difficile la loro competizione in un mercato sempre più concorrenziale e a forte carattere internazionale.

La sottocapitalizzazione e, di conseguenza, la dipendenza dal sistema bancario rendono l'impresa rigida e non pronta ad intraprendere iniziative imprenditoriali più rischiose.

Come sopra accennato, la funzione finanziaria non è curata con continuità e assume carattere residuale[18]. Spesso infatti è un'unica persona ad occuparsi di molte aree funzionali col risultato che alcune attività come quella finanziaria vengono subordinate ad altre più urgenti. Esiste in generale una scarsa propensione da parte del piccolo imprenditore, spesso di estrazione tecnica o commerciale, ad occuparsi di attività finanziarie. Contribuisce a ciò anche

[17] N. LUCIDO, F. RENNE, *Dinamiche del credito alle PMI e riflessioni operative*, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, Roma, 2017, p. 41.
[18] G. TROISE, *Come finanziare le PMI*, Ipsoa, 2014.

l'assenza di personale qualificato nella funzione che spesso viene fatta coincidere con quella amministrativa e la scarsa attenzione posta alla programmazione e al controllo dei flussi di cassa.

1.4. LE FONTI DI FINANZIAMENTO

La copertura del fabbisogno finanziario può avvenire tramite l'utilizzo di fonti interne, cioè quelle generate dalla gestione corrente che costituiscono l'autofinanziamento, e di fonti esterne acquisite a titolo di credito o di capitale proprio[19].

1.4.1. Fonti interne e autofinanziamento

Le fonti interne di finanziamento sono risorse generate dalla gestione caratteristica dell'impresa e, in particolare, l'autofinanziamento è costituito dagli utili conseguiti e non distribuiti agli azionisti. Esprime la capacità dell'impresa di finanziare autonomamente il proprio processo produttivo tramite la generazione interna di risorse. Questo tipo di finanziamento è particolarmente gradito dalle aziende in quanto garantisce notevole autonomia finanziaria e maggiore libertà di scelta. È una fonte che non ha un costo diretto ed è priva di scadenza. Come spesso ricordato è proprio l'autofinanziamento la fonte finanziaria più preziosa per le piccole e medie imprese, sia in fase di avvio sia durante il successivo

[19] S. DI DIEGO, F. MICOZZI, *Finanza aziendale per le PMI*, Cesi Multimedia, 2008.

sviluppo. Va però considerato che le fonti interne possono non essere sufficienti a coprire il proprio fabbisogno; si dovrà dunque ricorrere anche alle fonti esterne per l'eventuale parte rimasta scoperta.

1.4.2. Fonti esterne

Le fonti esterne sono rappresentate da quegli afflussi di risorse provenienti dall'esterno e da soggetti quali i proprietari o altri finanziatori[20]. Vengono distinte in capitale di apporto e debiti. Nel primo caso si tratta di un capitale fornito dai proprietari dell'azienda, non soggetto a restituzione e la cui remunerazione (dividendi) non è prefissata in quanto totalmente dipendente dall'andamento della gestione. Il capitale di terzi invece proviene da soggetti non proprietari (banche, società finanziarie, ecc.), è prevista la restituzione dell'importo entro una scadenza prefissata e la remunerazione è rappresentata da un tasso di interesse.

La distinzione che verrà qui affrontata è quella rispetto alla durata che distingue i finanziamenti a breve, cioè entro i 18 mesi, da quelli a medio-lungo termine che superano tale limite temporale. Tra le forme di finanziamento a breve termine troviamo le aperture di credito in conto corrente, i crediti di firma, le anticipazioni garantite, ecc. Per quanto attiene invece i debiti a medio lungo termine, essi sono rappresentati tra gli altri da mutui, prestiti obbligazionari e leasing.

---

[20] L. MARCHI, *Introduzione all'economia aziendale. Il sistema delle operazioni e le condizioni di equilibrio aziendale*, Giappichelli, Torino, 2014, p. 147.

Nello specifico si può ulteriormente distinguere tra quelli a medio termine che rientrano nel periodo 18 mesi – 5 anni e quelli a lungo che superano i 5 anni.

Seguirà ora una panoramica su uno strumento finanziario in particolare: il mutuo. Poiché si tratta dello strumento più assimilabile al minibond (tematica che verrà approfondita successivamente) sotto il profilo della durata e della distribuzione dei flussi di cassa, nonché il suo principale competitor nella scelta della fonte adatta.

Il mutuo costituisce un contratto con il quale la banca mette a disposizione del cliente una determinata somma di denaro, con l'obbligo da parte di quest'ultimo di restituire quanto prestato con l'aggiunta degli interessi.[21] Ne andremo ora a descrivere i profili principali. Dal punto di vista del costo è uno strumento vantaggioso per le piccole e medie imprese per tre ordini di ragioni. La prima ragione sta nei minori tassi di interesse applicati a questo tipo di finanziamento: mentre nel credito a breve l'azienda può subire variazioni del tasso al mutare delle caratteristiche dell'azienda e risente del grado di rischio di questa, nel credito a medio lungo quest'operazione è meno diffusa. Oltre ad essere meno elevati sono anche stabili, infatti i parametri a cui la variazione dei tassi è legata sono stabiliti contrattualmente. Se il tasso è fisso rimarrà invariato per tutta la durata del finanziamento, se invece è variabile il contratto riporterà tutti i parametri a cui è

[21] A. MANELLI., R. PACE, *Finanza d'impresa. Analisi e metodi*, Isedi, De Agostini Scuola SpA, Novara, 2009, p. 311.

ancorato. Essendo tali parametri estranei all'impresa (ed esempio riguardanti il rendimento dei Titoli di Stato), questa sarà più protetta.

Il terzo vantaggio è di tipo indiretto in quanto conseguenza dell'aver contratto questo tipo di finanziamento nel caso in cui sia servito, non a soddisfare un maggior fabbisogno finanziario, ma a consolidare determinate passività. Se così fosse si determina un passaggio dell'indebitamento dal breve al medio lungo termine, il che porta beneficio all'intera struttura finanziaria dell'impresa. Le conseguenze positive si traducono nel minor grado di rischio percepito dall'istituto di credito che andrà ad applicare saggi di interesse ridotti.

Il tasso di interesse costituisce la più importante, ma certamente non l'unica, voce di costo relativa all'operazione mutuo. Vanno infatti aggiunti[22]:

- costi per l'istruttoria, ovvero le verifiche svolte dalla banca erogatrice per determinare il merito creditizio dell'azienda;
- costi per la perizia per definire il valore del bene;
- costo per l'iscrizione dell'ipoteca (parcella del notaio, spese di bollo, di trascrizione, …);
- eventuali spese accessorie, ad esempio la polizza assicurativa sul bene immobile che può essere richiesta dalla banca.

[22] A. MANELLI., R. PACE, *Finanza d'impresa. Analisi e metodi*, Isedi, De Agostini Scuola SpA, Novara, 2009, p. 312.

Calcolare il costo effettivo risulta utile per effettuare dei confronti con strumenti alternativi di finanziamento.

Il rimborso del capitale ottenuto avviene attraverso il pagamento di rate periodiche comprensive di una quota capitale e una quota a titolo di interessi[23]. Le rate vengono regolate all'interno di un piano di ammortamento, il quale può assumere varie forme: il piano di ammortamento francese prevede il pagamento di rate di importo costante per tutta la durata del prestito, composte dalla quota capitale che aumenta progressivamente e dalla quota interessi che invece decresce. Gli interessi infatti vengono calcolati sul debito residuo che diminuisce all'aumentare delle rate pagate. Un'alternativa è il piano di ammortamento italiano dove si ha la quota capitale costante e la quota interessi decrescente: le due componenti vanno quindi a determinare una rata decrescente. Può essere previsto un periodo di preammortamento, cioè un lasso di tempo (alcuni mesi) in cui l'azienda gode del pieno utilizzo del capitale, corrispondendo i soli interessi che possono anche essere determinati tramite un tasso differente da quello che verrà applicato successivamente.

La stabilità, cioè la certezza di poter disporre del capitale mutuato per la durata prevista e di poter effettuare i rimborsi nei tempi e nelle condizioni stabilite dal contratto, è certamente una caratteristica importante di questo tipo di

[23] A. DESSY, *Politiche finanziarie e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, Egea, Milano, 1995, pp. 104-124.

finanziamento. Le rate, infatti, sono determinate con certezza, anche nel caso di tasso variabile sono note con sufficiente approssimazione, salvo variazioni particolari. Inoltre, la possibilità da parte dell'istituto di credito di richiedere la risoluzione del contratto è generalmente limitata all'ipotesi di mancato pagamento degli interessi o delle rate. Possono essere incluse nel contratto delle clausole per disciplinare la risoluzione del mutuo nel caso di insolvenza dell'azienda, documentazione non veritiera prodotta per ottenere il finanziamento o utilizzo della somma non per gli scopi predeterminati.

Esistono comunque delle difficoltà di ottenimento del mutuo da parte delle imprese minori che vanno evidenziate. Le problematiche derivano dalla già citata complessità dei rapporti banca – imprese minori, la fase di istruttoria e i problemi connessi alle garanzie necessarie. Dell'atteggiamento dei finanziatori abbiamo già discusso, passiamo quindi ad analizzare il secondo aspetto. L'istituto di credito, non potendo revocare il finanziamento per un esteso periodo di tempo, è costretto ad effettuare delle analisi particolarmente approfondite dell'azienda, sia rispetto la sua situazione attuale sia soprattutto rispetto le sue prospettive future. L'obiettivo è quello di capire se l'azienda sarà in grado o meno di sopravvivere per tutto il periodo del finanziamento; ciò significa che dovrà essere in grado di mantenere nel tempo le sue attuali condizioni di equilibrio economico-finanziario ed essere capace di onorare puntualmente i propri impegni. Risulta chiara, dunque, la complessità di questa fase e i tempi non brevi che la caratterizzano. A questa

problematica va aggiunta la ricerca del bene da concedere in garanzia, il quale dovrà avere valore almeno doppio rispetto all'entità del mutuo. Tale specifica trova giustificazione nella protezione ricercata dal finanziatore che tende a cautelarsi dal minore realizzo, rispetto al valore stimato, che solitamente si verifica in caso di vendita coattiva. In più, il maggior importo è spiegato anche dal fatto che dovrà coprire non solo il capitale, ma anche gli interessi maturati tra il momento il cui l'azienda ha cessato di far fronte ai propri impegni e quello della vendita dell'immobile.

La pesantezza di tali operazioni spiega il motivo per cui molte imprese minori si trovano nella situazione di dover rinunciare alla possibilità di ottenere un finanziamento a medio lungo termine. Potrebbero essere imposti anche dei vincoli aggiuntivi riguardanti la gestione dell'azienda come: la rinuncia alla distribuzione totale o parziale degli utili, la promessa di non utilizzare le riserve, l'impegno a ricapitalizzare l'azienda versando nuove risorse finanziarie. A ben vedere queste imposizioni posso rivelarsi salutari per l'impresa prevenendo i fenomeni di sottocapitalizzazione molto frequenti e che possono determinare dei danni. Lo scopo dell'istituto bancario è quello di conservare la condizione di equilibrio economico finanziario, essendo questa la miglior garanzia di vedere soddisfatto il suo credito.

1.5. LE CRISI FINANZIARIE E GLI EFFETTI DEL CREDIT CRUNCH

Le due recenti crisi finanziarie, prima quella dei mutui *subprime* poi del debito sovrano, hanno avuto un effetto di pesante recessione a livello mondiale, determinando l'adozione da parte del sistema bancario di politiche di restrizione creditizia, soprattutto nei confronti di famiglie e PMI. Quest'ultime sono state maggiormente colpite a causa della loro situazione già non ottimale: estrema dipendenza dal sistema bancario e fragilità finanziaria che le ha rese più vulnerabili e penalizzate dalle contrazioni di offerta del credito.

Credit crunch è il termine con il quale si indica tale stretta creditizia, ovvero la tendenza delle banche o degli intermediari finanziari a rifiutare le richieste di erogazione di credito o ad aumentarne i tassi di interesse applicati. La problematica del *credit crunch* è esplosa dopo la crisi dei mutui *subprime* e si è riproposta in Unione Europa, in particolare nell'area euro, con l'inizio della crisi del debito sovrano (fine 2009)[24]. Tale fenomeno ha avuto due dimensioni: da un lato una riduzione della domanda di credito da parte delle imprese derivante da una minore produzione di beni e servizi e conseguenti ridotti investimenti realizzati, unita a un sentimento di incertezza verso il futuro, dall'altro una riduzione dell'offerta di credito da parte delle banche che giudicavano troppo rischiose le imprese e non più in grado di creare valore. Dal lato dell'offerta a

[24] O. DOMENICHELLI, *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici*, Giappichelli, Torino, 2013, p. 113.

mettere un ulteriore freno è stata l'applicazione alle banche degli standard di vigilanza prudenziale dettati da Basilea II (dal 2007) e Basilea III (dal 2013). Le regole di Basilea hanno lo scopo di stabilizzare il mondo finanziario imponendo alle banche delle prassi da seguire in termini di capitalizzazione, di gestione del rischio e di liquidità. Queste regole sottopongono le banche a vincoli stringenti che possono comportare anche una riduzione del credito concesso alle imprese pur di raggiungere un certo livello di stabilità.

Attualmente si è giunti a Basilea III (dato che Basilea IV entrerà in vigore il primo gennaio 2022) che ha come obiettivo quello di proteggere la banca e l'intero sistema economico e finanziario da un'eccessiva esposizione ai rischi, creando un cuscinetto di capitale utile a far fronte alle perdite[25]. I mezzi per raggiungere questo scopo sono tra gli altri: una soglia di *common equity* al 4,5% cioè una soglia minima di azioni ordinarie e riserve, un ulteriore 2,5% cuscinetto di protezione, l'imposizione del *liquidity coverage ratio* (LCR) cioè un parametro che determina quanto denaro liquido le banche devono avere a disposizione per affrontare eventuali crisi improvvise, ecc.

La necessità, da parte delle banche, di rispettare tali vincoli impone un aumento del patrimonio detenuto in rapporto alle attività a rischio il che provoca una stretta creditizia.

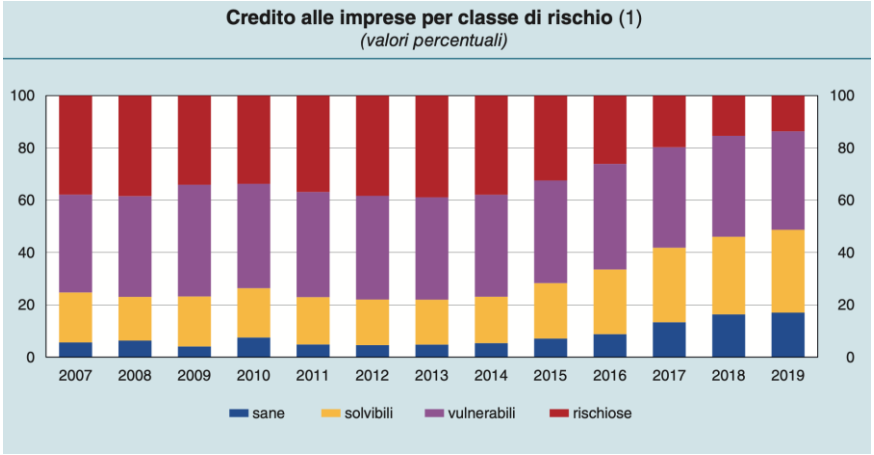
---

[25] C. ARLOTTA, *et al.*, *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa*, FrancoAngeli, Milano, 2014, pp. 20-23.

1.5.1. Dati recenti

Secondo la Relazione annuale della Banca d'Italia del 29 maggio 2020, nel 2019 i prestiti concessi dalle banche e società finanziarie alle imprese sono diminuiti del 1,7 per cento. Tale calo è spiegato in parte da un rafforzamento delle condizioni finanziarie delle imprese e in parte dall'attuazione dei già citati criteri selettivi di offerta del credito nei confronti delle aziende più rischiose (dal 38 al 14 per cento tra il 2007 e il 2019).

Figura 4 *– Credito alle imprese per classe di rischio*



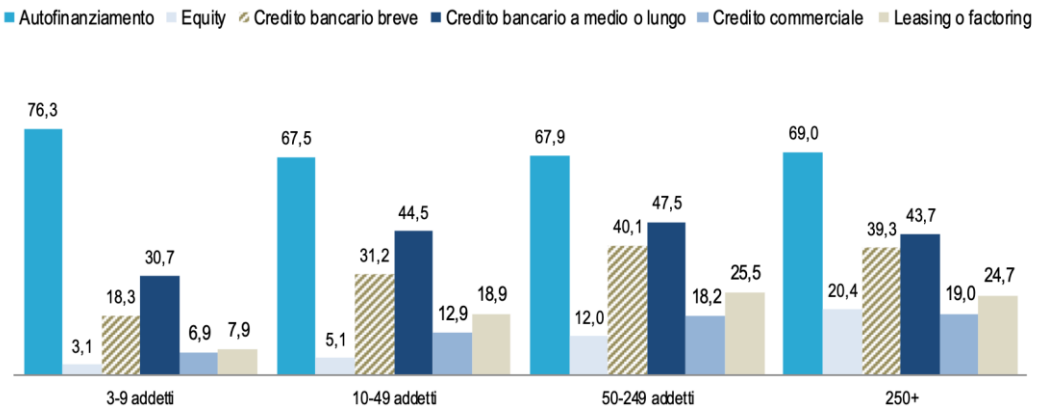
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Cerved

La riduzione dei prestiti alle aziende di minore dimensione (con meno di 20 addetti) continua ininterrotta dal 2011. Il riflesso di questa situazione è una riduzione dell'indebitamento e un maggior ricorso all'autofinanziamento che concorre a rendere le PMI più solide. Infatti, le PMI italiane negli ultimi anni hanno intrapreso un percorso virtuoso di aumento della capitalizzazione e di

riduzione dell'indebitamento, che ne ha modificato la struttura finanziaria migliorandone la solidità e riducendone il profilo di rischio[26].

Nel 2018 l'autofinanziamento è stato accertato come la fonte di finanziamento più diffusa, ne fa infatti ricorso il 74,5 per cento delle imprese con almeno 3 addetti. Volendo fornire dei dati recenti riguardo la struttura finanziaria delle imprese italiane, l'Istat (al 7 febbraio 2020) rileva che: i due terzi delle microimprese utilizzano il solo autofinanziamento, le piccole imprese combinano almeno due canali cioè autofinanziamento e credito bancario, mentre la media e la grande impresa evidenziano un maggior ricorso all'*equity* all'aumentare della dimensione, unito al ricorso ai mercati finanziari (IPO e minibond) e alle fonti di finanza innovativa (*venture capital*, *crowdfunding*, *project finance*).

Figura 5 *– Principali fonti di finanziamento delle imprese per classe di addetti*

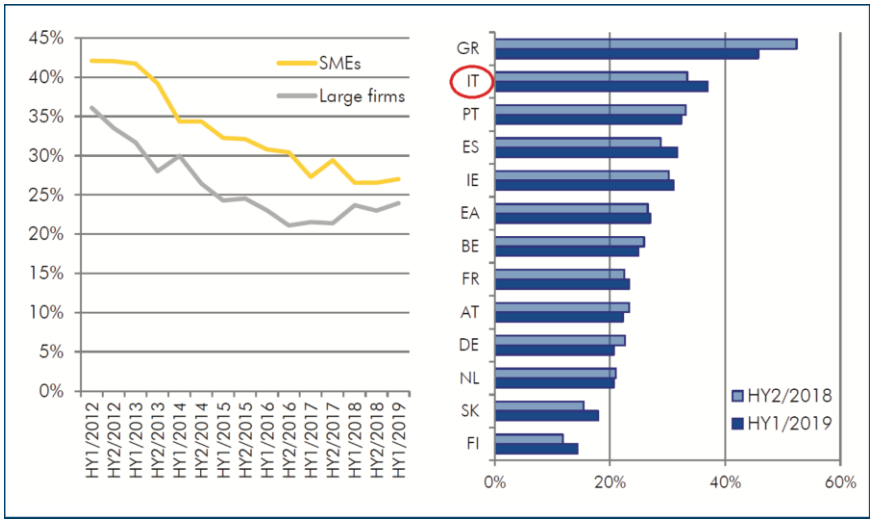


Fonte: Istat

[26] CERVED, *Rapporto Cerved PMI 2019*, 2019.

Ciononostante, in ottica comparativa rispetto ai paesi UE le PMI italiane continuano ad essere penalizzate. La figura seguente mostra che l'Italia è uno dei Paesi dove nel 2019 la percezione da parte delle PMI di subire restrizioni nell'accesso al credito è aumentata[27].

Figura 6 *- Percentuale delle PMI che individuano nell'accesso al credito un problema rilevante*



Fonte: Osservatorio Minibond

Se consideriamo inoltre gli attuali effetti economici del Covid-19, per molte imprese la maggiore solidità finanziaria raggiunta non sarà sufficiente a reggere il colpo. *"Secondo tutti gli istituti di ricerca nazionali e internazionali, il Covid-19 produrrà impatti sull'economia senza precedenti, superando gli effetti della recessione del 2009, fin qui la peggiore dal secondo Dopoguerra in Italia"*[28]

[27] POLITECNICO DI MILANO, *6° Report italiano sui Minibond,* 2020.
[28] CONFINDUSTRIA, CERVED, *Rapporto regionale PMI 2020,* 2020.

Quello che ci preme evidenziare però sono i possibili sviluppi della struttura finanziaria delle PMI italiane. Secondo il Rapporto Regionale PMI 2020 i finanziamenti garantiti iniettati nelle PMI per evitare la crisi potrebbero fare impennare la leva finanziaria e rendere la situazione difficilmente sostenibile.

Nel Rapporto si è effettuata una stima: se tutte le imprese ricevessero i finanziamenti necessari a coprire le perdite, il peso dei debiti passerebbe dal 108,9% al 147,8% del patrimonio netto iniziale.

È stato inoltre evidenziato che la crisi di liquidità dovuta al calo di fatturato, registrato nel periodo del *lockdown*, ha modificato profondamente le strategie di finanziamento rispetto al periodo pre-Covid. Vi è stato un crollo dell'autofinanziamento (-44,3 per cento) soprattutto per le micro e le piccole imprese e un aumento del ricorso alle banche (+27,2 per cento) e al credito commerciale. D'altro canto, è stata interessante la crescita del ricorso a obbligazioni e a strumenti di finanza alternativa (+7 per cento) da parte delle microimprese.

1.5.2. Il ricorso a strumenti di finanza alternativa

Già prima dell'attuale situazione di crisi, le imprese, spinte dal fenomeno della stretta creditizia, hanno iniziato a rivolgere la loro attenzione verso fonti di finanziamento alternative al sistema bancario. Nel momento peggiore della crisi, quando gli strumenti di finanziamento più diffusi erano inaccessibili, sono stati

avviati dei processi di realizzazione di nuovi strumenti volti ad avviare un processo di disintermediazione bancaria.

In realtà gli strumenti in questione appaiono maggiormente accessibili alle grandi imprese, con più alti rating e con una struttura finanziaria più solida.

I procedimenti governativi recenti sembrano però andare nella direzione volta all'evoluzione del nostro sistema finanziario, promuovendo strumenti alternativi e complementari al credito bancario destinati specificatamente alle PMI.

Uno degli strumenti in questione è il minibond sul quale verteranno i prossimi capitoli. Possiamo già dire però che ad oggi il ricorso a queste ed altre fonti alternative è ancora limitato.

Ciò che è auspicabile è che le banche affianchino alle loro tradizionali attività, forme di consulenza utili ad accompagnare le imprese sui mercati. D'altra parte, lo sforzo che si richiede alle PMI consiste in una maggiore apertura a strumenti innovativi. Per ottenere un risultato del genere servirà però mettere le imprese nelle condizioni di permettere tale apertura. Ad oggi, infatti, le barriere all'entrata sono rilevanti per le piccole e medie imprese per le quali la principale forma di risorsa finanziaria esterna rimane il credito bancario.

CAPITOLO 2

I MINIBOND

La situazione descritta nel primo capitolo ha indotto le autorità europee e italiane a pensare a delle misure atte a far ripartire l'economia. Si è perciò intrapreso un percorso normativo volto ad agevolare l'utilizzo di strumenti di finanziamento alternativi al tradizionale canale bancario. Quello di cui ci occuperemo in particolar modo è il minibond. Si tratta di titoli di debito emessi dalle imprese sul mercato mobiliare e sottoscritti da investitori professionali e qualificati, che a fronte della raccolta di capitale (che viene poi rimborsato secondo modalità predefinite) offrono una remunerazione stabilita contrattualmente tramite il pagamento di cedole. Non si tratta tanto della nascita di un nuovo strumento quanto piuttosto della rivitalizzazione di strumenti di debito come i prestiti obbligazionari, le cambiali finanziarie e titoli similari, prima ad uso quasi esclusivo delle imprese di maggiori dimensioni, oggi invece disponibili anche alle PMI. Negli ultimi anni si è avviato un percorso che ha permesso la rimozione di numerosi limiti che in passato ne avevano ostacolato la diffusione presso le piccole realtà. Infatti, si parla di *minibond* proprio per far riferimento a obbligazioni e cambiali finanziare emesse da società non quotate e da piccole e medie imprese. Il termine "mini" si riferisce dunque non tanto alla dimensione dell'emissione quanto piuttosto a quella dell'emittente del prestito.

2.1. IL QUADRO NORMATIVO

2.1.1. Decreto Sviluppo 2012 e Decreto Sviluppo Bis 2012

Con il Decreto Sviluppo[29] e il Decreto Sviluppo Bis[30] è divenuto possibile il ricorso al mercato del debito per le società italiane non quotate, anche di media e piccola dimensione (ad eccezione delle microimprese), tramite l'emissione di strumenti finanziari di breve termine come le cambiali finanziarie e a medio-lungo termine come le obbligazioni o titoli similari. Il primo dei due provvedimenti normativi del Governo ha modificato il Codice civile al quinto comma dell'art. 2412, rubricato *limiti all'emissione*, estendendo la possibilità di emettere obbligazioni superiori al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato, a tutte le società non quotate, che emettono obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) o che diano il diritto di acquisire o sottoscrivere azioni. Prima questo limite poteva essere superato solo dalle società con azioni quotate nei mercati regolamentati ed esclusivamente nei casi in cui tali obbligazioni fossero destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati. È stato così eliminato il vincolo legale che impediva alle imprese non quotate di emettere titoli obbligazionari per un

[29] Decreto-Legge 22 giugno 2012, n.83, *Misure urgenti per la crescita del Paese*, entrato in vigore dal 26 giugno 2012, convertito con modificazioni dalla Legge 7 agosto 2012, n.134.
[30] Decreto-Legge 18 ottobre 2012, n. 179, *Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*, convertito in Legge 17 dicembre 2012, n.221, in vigore dal 18 dicembre 2012.

ammontare sufficiente a finanziare nuove iniziative. Il legislatore ha introdotto inoltre la possibilità che i minibond possano prevedere delle clausole di partecipazione agli utili d'impresa e di subordinazione. Con la clausola di partecipazione una quota del corrispettivo dell'investitore viene adeguata al risultato economico dell'esercizio dell'emittente in base ad una percentuale indicata all'atto di emissione. La clausola di subordinazione invece definisce i termini di postergazione del titolo ai diritti degli altri creditori della società[31]. Sul piano tributario il provvedimento allinea poi il regime fiscale delle obbligazioni e dei titoli similari emessi da società non quotate a quello più favorevole delle società quotate. Sono stati fatti in merito tre interventi:

- estensione ai minibond dell'esenzione dalla ritenuta alla fonte sugli interessi e sugli altri proventi corrisposti sulle obbligazioni emesse da società non quotate, diverse da banche e da enti pubblici trasformati in società di capitale, a patto che i titoli abbiano una quotazione nei mercati regolamentati o in MTF dei Paesi dell'UE o degli stati della *white list*[32] relativamente alle emissioni effettuate a decorrere dalla data di entrata in vigore del Decreto Sviluppo;
- deducibilità degli interessi passivi corrisposti ai portatori dei minibond, estesa anche a favore delle società non quotate. Nello specifico, in

[31] G. FORESTIERI, *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio*, Università Bocconi.
[32] Si tratta di quei Paesi che, aderendo ad una serie di accordi internazionali, rendono disponibili le informazioni fiscali inerenti agli investimenti nel loro territorio.

presenza di titoli quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione di stati membri UE o in Paesi *white list*, gli interessi passivi sono pienamente deducibili ai fini IRES, nei limiti del 30 per cento del Risultato Operativo Lordo. Viceversa, in presenza di titoli non quotati in questi mercati, la deducibilità è ottenibile a patto che: i titoli siano detenuti da investitori qualificati, che quest'ultimi non detengano più del 2 per cento del capitale o del patrimonio dell'emittente e che il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in Stati *white list*;

- deducibilità delle spese di emissione (costi dell'advisor, le commissioni bancarie, i compensi per le agenzie di rating, i costi di collocamento presso gli investitori, …) dei minibond estesa alle società non quotate, nell'esercizio in cui sono state sostenute, indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio.

2.1.2. Decreto Destinazione Italia 2013

Il decreto in questione[33] ha avuto l'obiettivo di ampliare la diffusione del nuovo strumento a disposizione delle PMI. È stato innanzitutto esteso l'ambito di applicazione della legge 130/1990 in materia di cartolarizzazione dei crediti anche alle obbligazioni e titoli similari. Un'ulteriore novità deriva dal fatto che le

[33] Decreto-Legge 23 dicembre 2013, n. 145, *Interventi urgenti di avvio del piano "Destinazione Italia"* […], entrato in vigore il 24 dicembre 2013, convertito con modificazioni dalla Legge 21 febbraio 2014, n.9.

obbligazioni, i relativi titoli cartolarizzati, e le quote dei fondi, che investono prevalentemente in tale categoria di obbligazioni, sono ammessi come attivi a copertura delle riserve tecniche delle imprese di assicurazione ed inoltre sono compatibili con le disposizioni in materia dei limiti di investimento nei fondi previdenziali. In merito a ciò l'IVASS (Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni) ha disposto che l'investimento in questione è ammesso entro il limite del 3 per cento delle riserve tecniche da coprire. Tra le novità c'è anche l'estensione del privilegio speciale su beni mobili destinati all'attività d'impresa, anche a garanzia delle emissioni obbligazionarie. Il privilegio speciale viene assegnato per legge a determinate tipologie di credito meritevoli di una speciale tutela. Questo favorisce le PMI, spesso prive di proprietà immobiliari di alto valore da fornire in garanzia.

Il Decreto Destinazione Italia interviene anche sul Decreto Sviluppo eliminando la ritenuta d'acconto sugli interessi e proventi delle obbligazioni e titoli similari, corrisposti a fondi d'investimento mobiliare, le cui quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati e il cui patrimonio sia investito esclusivamente in tali titoli. È stata poi introdotta la possibilità per il Fondo Centrale di Garanzia di garantire anche le SGR che, in nome e per conto dei fondi comuni di investimento da esse gestiti, sottoscrivono obbligazioni o titoli similari emessi da PMI.

2.1.3. Decreto Competitività 2014

Il Decreto Competitività[34] ha consentito ulteriori semplificazioni riducendo gli adempimenti per le imprese e rendendo meno onerosa la procedura di collocamento nella Borsa valori dei titoli delle PMI non quotate. È stata prevista la soppressione della ritenuta d'acconto anche su interessi e proventi di obbligazioni e titoli similari non quotati purché siano detenuti da investitori istituzionali e su finanziamenti di medio-lungo termine concessi da fondi e assicurazioni estere. L'esecutivo ha poi esteso agli OICR istituiti in Italia o nell'UE o negli Stati della *white list* i benefici fiscali dell'esenzione della ritenuta su interessi e proventi, se il loro patrimonio è investito per almeno il 50 per cento in tali titoli e le cui quote siano detenute da investitori qualificati. Tra le novità c'è inoltre l'esenzione dalle imposte di registro, di bollo, ipotecarie e catastali e dalle tasse di concessione governativa per i contratti, i crediti e le garanzie relativi ad un complesso di operazioni di finanziamento.

2.1.4. Leggi di Bilancio recenti

La Legge di Bilancio 2019 (Legge 30 dicembre 2018, n. 145) era intervenuta per modificare la normativa sui PIR, Piani Individuali di Risparmio, introducendo dei vincoli minimi sugli investimenti in strumenti finanziari emessi da PMI e quotati

[34] Decreto-Legge 24 giugno 2014 n. 91, entrato in vigore il 25 giugno 2014, convertito con modificazioni dalla Legge 11 agosto 2014, n. 116.

sui sistemi multilaterali di negoziazione. Purtroppo, però c'è stato un effetto opposto. La Legge di Bilancio 2020 è dunque intervenuta a proposito introducendo l'obbligo di investire almeno il 3,5 per cento del NAV (il rapporto tra la somma del valore di mercato delle attività di portafoglio di un fondo comune di investimento e il numero delle quote in circolazione) dei fondi PIR in azioni e obbligazioni di società con capitalizzazione inferiore ai € 500 milioni quotate sia su mercati regolamentati che non. Con la precedente Legge di Bilancio è stata poi introdotta l'opportunità per i portali di *equity crowdfunding* di collocare obbligazioni emesse da PMI agli investitori professionali su un'apposita sezione del portale stesso.

2.2. LA DECISIONE DI EMISSIONE E L'IMPRESA TARGET

Ricapitolando, i decreti summenzionati (in particolar modo il Decreto Sviluppo) hanno introdotto i cosiddetti minibond, cioè obbligazioni quotate emesse in deroga ai vincoli del Codice civile, da piccole e medie imprese (non microimprese). A differenza delle aziende di grandi dimensioni, che possono accedere con relativa semplicità al mercato dei capitali e raccogliere quantità di risorse ingenti, le PMI valutano questo differente canale di finanziamento troppo oneroso e difficile da sostenere a causa di vari fattori: elevato grado di trasparenza richiesto dai mercati, complicanza dell'interfacciarsi con una larga platea di

finanziatori, costi eccessivi rispetto alle quantità di risorse richieste dai fabbisogni finanziari delle PMI stesse. Il minibond viene pensato proprio per superare queste difficoltà e fornire una valida alternativa alle PMI nell'approvvigionamento di liquidità, senza la consueta intermediazione bancaria, riducendo inoltre il divario normativo esistente nel previgente dettato civilistico e fiscale tra le società quotate e quelle non quotate. A livello finanziario questo strumento, adatto a reperire capitali di debito per piani di sviluppo e/o operazioni straordinarie per una durata non inferiore a 36 mesi, potrebbe permettere un riequilibrio della struttura finanziaria dove l'obiettivo è di coprire il costo del prestito obbligazionario con i flussi di cassa attesi provenienti dall'impiego di capitale.

Quando una piccola media impresa ha necessità di risorse finanziarie per svolgere la propria attività, è probabile che metta sul piatto delle opportunità da un lato il minibond e dall'altro il prestito bancario a medio lungo termine, già ben delineato nel precedente capitolo. Per le ragioni culturali già viste, molte imprese italiane orientano la loro scelta verso il finanziamento bancario senza considerare le possibili alternative. Le principali differenze si possono così sintetizzare:

***Figura 7** – Confronto mutuo – minibond*

	MUTUO	MINIBOND
Finanziatori	Banche	Investitori qualificati
Scadenza del prestito	Medio-lungo termine	Medio-lungo termine
Modalità di rimborso	Predeterminate	Predeterminate
Recesso unilaterale	Si	No
Criteri di valutazione del debitore	Solidità patrimoniale, profittabilità, cash flow	
	Aspetti qualitativi sulla relazione tra banca e cliente	Aspetti qualitativi aziendali. Aspetti quantitativi sulle previsioni del business
Garanzie reali	Di norma richieste	In genere non richieste
Tasso di interesse	Connesso al costo del capitale e della liquidità della banca, valutazione del merito creditizio, competitività del mercato bancario, presenza di garanzie	Aspetti qualitativi aziendali. Aspetti quantitativi sulle previsioni del business
Quotazione	No	Quotabile su ExtraMot PRO/PRO[3]
Costi	Spese di istruttoria, perizia, spese accessorie	Spese legali (negoziazione, regolamento del prestito), certificazione del bilancio, quotazione, rating, advisory
Pubblicità delle condizioni	No	Si
Rating esterno	No	Preferibile
Segnalazione alla Centrale Rischi	Si	No
Tempi di negoziazione	Dipendono dalla complessità dell'operazione ma, generalmente, sono più lunghi per i minibond	

Fonte: A. PALETTA, *Minibond. Strumenti finanziari per le piccole e medie imprese*, 2015

Sebbene i due contratti siano molto differenti è bene effettuare un confronto tra i due per valutare meglio la scelta di finanza aziendale che le piccole e medie imprese si trovano a dover fare. I minibond, a fronte di un maggior costo, garantiscono una certa stabilità finanziaria[35], la disponibilità di importi rilevanti che un singolo istituto erogherebbe con difficoltà, una struttura delle eventuali garanzie più snella, permettono indirettamente un rafforzamento della visibilità dell'azienda, ma d'altro canto possono risultare uno strumento di difficile gestione

[35] A. PALETTA, *Minibond. Strumenti finanziari per le piccole e medie imprese*, 2015, p. 40.

per una piccola realtà. Il processo che conduce all'emissione di un minibond è solitamente più lungo di quello che conduce alla concessione di un finanziamento bancario; sono più numerosi i passaggi da seguire e l'analisi economico-finanziaria svolta sull'azienda richiede tempi più lunghi. Oltre a questi, c'è una differenza sostanziale sul piano pratico: il mutuo, nonostante le procedure e i tempi previsti, non impatta sull'organizzazione interna dell'impresa, cosa che invece avviene con la scelta del minibond. Optando per questo strumento si va infatti incontro ad una serie di adempimenti non sempre facilmente affrontabili da una piccola impresa, il coinvolgimento di una pluralità di soggetti esterni, sottoporsi a valutazioni di vario genere, l'avvio di un primo approccio al mercato, e una serie di attività e processi che si attivano attorno a questo strumento e che verranno successivamente analizzate nel dettaglio. Possiamo intanto dire che questa nuova opportunità comporta un significativo sforzo verso la trasparenza e la tracciabilità dei risultati aziendali nei confronti degli investitori. È richiesto alle aziende emittenti di ampliare la qualità dell'informazione non solo sui bilanci ma anche e soprattutto sui progetti che si intendono finanziare, sui piani di realizzazione e sui risultati attesi.

Va pertanto precisato che il confronto tra mutuo e minibond non è pienamente corretto. Infatti, i minibond non sono strumenti di supporto per le aziende in crisi ma un'opportunità di finanziamento sul mercato dei capitali per le aziende sane, con buone performance negli ultimi esercizi e con precisi programmi di crescita

per i prossimi anni e che, per vari motivi, decidono di non ricorrere al credito bancario o di farlo in misura minore integrandolo con strumenti di debito alternativi. Non va dunque considerato come uno strumento di salvataggio dalla crisi o dalla carenza di finanziamenti. È piuttosto un'opportunità per aziende sane, con buone performance negli ultimi esercizi e con dettagliati programmi di crescita nel medio lungo termine. Questo strumento non va inteso come sostituto dei debiti bancari, come invece spesso avviene, bensì come un canale complementare aggiuntivo ad essi andando così a creare una struttura finanziaria maggiormente diversificata. Le imprese che presentano dati di bilancio molto negativi e che sono state respinte dalle banche difficilmente potrebbero ottenere risultati migliori rivolgendosi a investitori che operano nel mercato dei minibond[36]. L'intento del legislatore era quello di consentire ad aziende non quotate l'accesso al mercato finanziario diverso da quello bancario, dal quale tipicamente le aziende più piccole dipendono, per l'approvvigionamento del credito finalizzato, appunto, allo *sviluppo*, non alla sopravvivenza[37].

Come già rilevato il costo del denaro è maggiore, quindi si richiede alle società emittenti un buon livello di solidità finanziaria, accertato tramite un certificato di solvenza, con il quale si attesta appunto la solvenza della società, oltre ai certificati di vigenza e fallimentare con i quali la Camera di Commercio e il

[36] R. CALUGI, V. MORELLI, G. PAGLIETTI, *I mini-bond. Istruzioni per l'uso*, Consorzio camerale per il credito e la finanza, 2014.
[37] L. MARTINOLI, F. ZANOTTI, *Minibond: strumenti di sviluppo o sopravvivenza?*, CSE Crescendo Milano, 2014.

tribunale fallimentare attestano l'assenza di procedure di insolvenza nei confronti della società[38].

Oltre ai requisiti formali di cui si parlerà all'interno dei prossimi paragrafi, possono essere elencati alcuni degli elementi preferenziali selezionati dagli investitori:

- assenza di procedure concorsuali in corso o in procinto di essere dichiarate;
- performance sopra la media di mercato;
- buona o potenziale apertura internazionale;
- buon livello tecnologico e buon grado di innovazione di prodotto o di processo;
- previsione di positivi flussi finanziari e/o positiva redditività operativa futura.

Deve pertanto trattarsi di un'azienda in crescita, con idonei piani di sviluppo e con livelli di redditività e cash flow prospettici adeguati al rimborso del debito.

A titolo esemplificativo, Anthilia Capital Partners SGR Spa, entrata nel mercato dei minibond con il fondo chiuso "Bond Intesa Territorio", utilizza la seguente lista di requisiti per selezionare le imprese target[39]:

a. ricavi compresi tra 5 e 100 milioni di euro;

---

[38] ORRICK, *Adempimenti relativi all'emissione di Minibond e all'ammissione degli stessi alla negoziazione sul segmento professionale ExtraMOT PRO,* Milano, p. 3.

[39] C. ARLOTTA, *et al.*, *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa*, FrancoAngeli, Milano, 2014, p. 81.

b. Ebitda margin minimo del 5 per cento;
c. livello di indebitamento non superiore a tre volte il patrimonio netto;
d. il rapporto debito/Ebitda non superiore a quattro;
e. il rapporto oneri finanziari/Ebitda non superiore al 35 %;
f. Ros almeno pari al 2,5 %.

Vengono poi considerate la propensione all'export dell'azienda, la qualità della governance e del management, la struttura dei costi e la stabilità dei flussi di cassa.

2.3. IL PROCESSO DI EMISSIONE

Una volta optato per l'emissione di un prestito obbligazionario si dà il via al processo di emissione che racchiude al proprio interno attori diversi e numerose attività. L'attività propedeutica all'emissione può essere sintetizzata nelle seguenti quattro fasi:

1. studio di fattibilità;
2. costruzione finanziaria dello strumento obbligazionario;
3. attività di founding con gli investitori qualificati;
4. eventuale quotazione sul segmento di mercato ExtraMOT PRO.

In linea di massima l'intero processo ha una durata che va da i 2 ai 6 mesi, a seconda delle difficoltà riscontrate in itinere.

2.3.1 Lo studio di fattibilità: requisiti e ruolo dell'advisor

Lo studio di fattibilità mira innanzitutto a verificare la presenza dei requisiti minimi previsti per accedere all'emissione. Il Decreto Destinazione Italia del 2013 stabilisce che gli emittenti devono essere società italiane non quotate, diverse da banche e microimprese, alle quali è richiesta la certificazione da parte di un revisore esterno dell'ultimo bilancio approvato.

Vanno pertanto forniti gli ultimi due bilanci, di cui almeno l'ultimo certificato da un revisore legale o da una società di revisione contabile, i quali vanno ad appurare la veridicità e la correttezza delle poste iscritte nel bilancio d'esercizio e ne certificano la qualità emettendo un parere. I revisori che effettuano la revisione legale dei conti devono essere indipendenti dalla società analizzata. La certificazione del bilancio permette l'innalzamento del livello di qualità informativa reso dall'azienda verso gli stakeholder ed è indice di trasparenza e correttezza. Il revisore o la società di revisione devono accertarsi che il bilancio sia redatto, negli aspetti significativi, in conformità al quadro normativo. Alla fine dell'attività i revisori esprimono un giudizio standardizzato sul bilancio che può essere un giudizio senza rilievi, se è conforme alle regole sulla redazione e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria e il risultato economico d'esercizio, un giudizio con rilievi, negativo o l'impossibilità di esprimere un giudizio. In relazione ai minibond il revisore contabile analizza i debiti a medio e lungo termine contratti nei confronti degli

istituti di credito e investitori. Verifica, tramite lettere di circolarizzazione indirizzate a questi soggetti, le informazioni emergenti dal bilancio relativi a saldi, interessi e, in generale, tutte le condizioni commerciali ritenute significative.

Procedendo con le formalità, nel caso in cui l'emittente sia una società a responsabilità limitata, lo statuto deve prevedere la possibilità di emettere titoli di debito; adempimento non necessario nel caso in cui la forma societaria fosse quella della società per azioni[40]. Le PMI devono poi manifestare la loro qualità e solidità aziendale; a questo scopo viene elaborato il business plan. Si tratta del documento che riporta i dati fondamentali dell'emittente e il piano di sviluppo legato all'emissione del minibond, con particolare attenzione agli aspetti economico-finanziari storici, attuali e prospettici. Tale documento deve essere attendibile, coerente e finanziariamente sostenibile: per constatare l'attendibilità dovrà essere fatta un'attenta analisi del contesto competitivo in cui opera l'azienda comparata con dati storici e prospettici, la coerenza si ha se c'è adeguato allineamento tra strategia proposta e le azioni poste in essere per realizzarla, infine, la sostenibilità finanziaria è legata ad una corretta stima dei flussi di cassa e a un'adeguata copertura delle fonti di finanziamento.

Durante tutto il processo le PMI non quotate necessitano dell'assistenza di specifiche professionalità in ambito legale, amministrativo e finanziario, che

[40] ORRICK, *Adempimenti relativi all'emissione di Minibond e all'ammissione degli stessi alla negoziazione sul segmento professionale ExtraMOT PRO,* Milano, p. 1.

spesso non posseggono nel proprio organico e che ritrovano invece in un advisor esterno[41]. Si tratta di una figura professionale in grado di supportare la società nella predisposizione della documentazione tecnica, nell'analisi della fattibilità, nella redazione del business plan e nella definizione dello strumento obbligazionario confrontandosi con l'arranger e con Borsa Italiana. Nel business plan, l'advisor aiuta la PMI a descrivere la situazione dimensionale, la solidità finanziaria aziendale, a effettuare un approfondito studio di mercato e delle prospettive attese. Sulla base di questi elementi l'advisor redige un piano economico e finanziario da cui emerge la redditività del progetto di sviluppo e la sua capacità di sostenere l'emissione dei minibond. È fondamentale che le ipotesi economiche e finanziarie di base siano veritiere e documentabili, poiché sulla base del documento in questione verranno calcolati gli indicatori di solidità patrimoniale e si stimeranno i flussi di cassa attesi con i quali restituire il finanziamento ottenuto. L'advisor supporta l'impresa anche nella progettazione della struttura necessaria per raccogliere, elaborare e trasmettere le informazioni richieste dagli investitori. Il ruolo dell'advisor può essere scisso in due figure: l'advisor finanziario che cura le attività viste finora e l'advisor legale che si

[41] A. PALETTA, *Minibond. Strumenti finanziari per le piccole e medie imprese*, Aracne editrice int.le srl, Ariccia, 2015, pp. 97-104.

occupa della stesura del regolamento del prestito e predispone il contratto di finanziamento[42].

Il business plan è fondamentale anche per le agenzie di rating chiamate ad esprimere un giudizio qualificato sul merito di credito. Il rating ufficiale non è richiesto obbligatoriamente ma è un potente strumento di comunicazione per stimolare l'interesse degli investitori. Si tratta di un giudizio di merito, emesso da una società autorizzata dagli enti di vigilanza, rispetto alla capacità dell'emittente di ottemperare agli impegni previsti circa la remunerazione e il rimborso del capitale[43]. Tale giudizio ha doppia utilità: dal lato dell'emittente consente di ridurre sensibilmente il *pricing* dell'operazione, qualora il merito di credito fosse elevato, dal lato del prenditore dello strumento finanziario consente di avere un giudizio sintetico e affidabile sul grado di rischio che corre a fronte del rendimento del titolo. Per ottenere il giudizio la società emittente viene valutata sulla base di indicatori di solidità patrimoniale, del grado di indebitamento, della situazione di liquidità, della capacità prospettica di generare cassa. Il parere è espresso tramite lettere o numeri e ha validità dodici mesi dall'emissione. Nell'Unione Europea, possono emettere un rating solo le agenzie riconosciute e

[42] C. ARLOTTA, *et al.*, *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa*, FrancoAngeli, Milano, 2014, pp. 60-61.
[43] Definizione dal sito Cerved Rating Agency https://ratingagency.cerved.com

registrate dall'ESMA[44]. In Italia nel 2019 il mercato dei minibond ha visto quattro agenzie attive: Cerved Rating Agency, CRIF Ratings, Modefinance e TRIBRating. In particolare, il Cerved Rating Agency S.p.A. ha adottato la seguente scala dei rating per classificare il merito di credito[45]:

Figura 8 *– La scala di rating del Cerved Group*

MASTER SCALE DEL CERVED GROUP RATING		
Area	**Classe**	**Descrizione**
SICUREZZA	A1.1	Azienda caratterizzata da una dimensione elevata, da un eccellente profilo economico-finanziario e da un'ottima capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è minimo.
	A1.2	Azienda di dimensioni medio-grandi caratterizzata da un eccellente profilo economico-finanziario e da un'ottima capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è molto basso.
	A1.3	Azienda caratterizzata da un profilo economico-finanziario e da una capacità di far fronte agli impegni finanziari molto buoni. Il rischio di credito è molto basso.
	A2.1	Azienda con fondamentali molto solidi e una elevata capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è basso.
	A2.2	Azienda con fondamentali molto solidi e una elevata capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è basso.
	A3.1	Azienda con fondamentali solidi e una buona capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è basso.
SOLVIBILITA'	B1.1	Azienda caratterizzata da una adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari, che potrebbe risentire di mutamenti gravi ed improvvisi del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è contenuto.
	B1.2	Azienda caratterizzata da una adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari, che potrebbe risentire di mutamenti gravi ed improvvisi del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è relativamente contenuto.
VULNERABILITA'	B2.1	I fondamentali dell'azienda sono complessivamente positivi nonostante elementi di fragilità, che la rendono vulnerabile a improvvisi cambiamenti del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è comunque inferiore alla media.
	B2.2	I fondamentali dell'azienda presentano elementi di fragilità, che la rendono vulnerabile a cambiamenti del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito, seppur generalmente ancora prossimo alla media, è significativo.
RISCHIO	C1.1	L'azienda presenta gravi problemi e potrebbe non essere in grado di far fronte agli impegni finanziari assunti. Il rischio di credito è elevato.
	C1.2	L'azienda presenta problemi molto gravi e potrebbe non essere in grado di far fronte agli impegni finanziari assunti. Il rischio di credito è molto elevato.
	C2.1	L'azienda presenta problemi estremamente gravi, che ne pregiudicano la capacità di far fronte agli impegni finanziari anche nel breve periodo. Il rischio di credito è massimo.

Fonte: Cerved Rating Agency

[44] L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) è un'autorità indipendente dell'UE il cui obiettivo è migliorare la protezione degli investitori e promuovere mercati finanziari stabili e ordinati.
[45] CERVED RATING AGENCY, *Metodologia per il rating di imprese,* 2014.

L'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano riporta che nel 2019, l'86 per cento delle emissioni non è stata accompagnata da un rating. Il rating pubblico è infatti tipico delle emissioni fatte da grandi imprese, quotate e per emissioni di lunga durata. Le PMI tendono a risparmiare tale costo, rinunciando anche ai benefici che comporta. Va considerato però che, essendo le emissioni di queste società piuttosto ridotte, è probabile che l'emittente si trovi ad avere un'interlocuzione diretta con gli investitori interessati, i quali valutano personalmente la situazione patrimoniale e reddituale dell'azienda, potendo per questo fare a meno del rating.

2.3.2. La costruzione del minibond e il ruolo dell'arranger

Oltre all'advisor, un'altra figura chiave è l'arranger, ossia il coordinatore dell'operazione di finanziamento, che svolge il ruolo di consulente della PMI emittente e intrattiene i rapporti con gli investitori professionali e la Borsa Italiana. In Italia questo ruolo è tipicamente svolto dagli istituti bancari che offrono un servizio alternativo alle PMI, ma se ne occupano anche le imprese di investimento, le società di gestione del risparmio (SGR), le società di gestione armonizzate, le società di investimento a capitale variabile (SICAV) e gli intermediari finanziari. L'arranger, anche chiamato sponsor, una volta ottenuta la documentazione redatta dall'advisor, si occupa della costruzione dello strumento obbligazionario e del suo collocamento tra gli investitori. È il decreto a prevedere

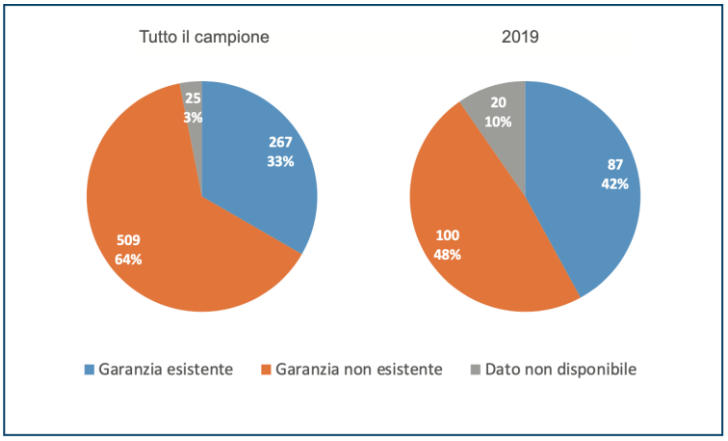
che le società emittenti debbano avvalersi di uno sponsor che tuteli l'emissione, la renda invitante e stimoli la partecipazione degli investitori professionali. Si tratta di una figura chiave che utilizzando le informazioni precedentemente prodotte, contatta i potenziali investitori presentando l'opportunità di investimento e cercando di intuire il grado di apprezzamento dell'operazione[46]. A tal fine viene predisposto l'information memorandum, un documento che riporta i principali dati e le informazioni della società emittente, frutto di una precedente fase di due diligence. La due diligence è un processo che viene messo in atto per analizzare il valore e lo stato di salute di un'azienda che intende emettere minibond. Consiste nell'analisi di tutte le informazioni relative all'impresa, in particolar modo alla struttura societaria e organizzativa, al business, al mercato, ai fattori critici di successo, alle strategie commerciali, alle procedure gestionali e amministrative, ai dati economico-finanziari, e così via. La profondità di tale analisi può variare: si può assistere ad una due diligence "soft" condotta internamente oppure "full" con l'ausilio di consulenti esterni. La due diligence deve essere effettuata con la massima accuratezza e completezza di informazioni, dato che l'information memorandum può essere impugnato legalmente da parte degli investitori nel caso di andamento difforme dalle aspettative generate dall'azienda o per la dichiarazione di dati inesatti.

[46] I. GANDINI, *Le forme non tradizionali di finanziamento all'impresa: i minibond*, Commissione diritto dell'impresa, Roma, 2018.

Grazie a queste informazioni raccolte si potranno definire con precisione le caratteristiche del minibond. Nella costruzione dello strumento obbligazionario l'arranger stabilisce l'importo massimo, la durata, il tasso cedolare e il piano di ammortamento, nonché l'eventuale presenza di opzioni, *covenant* e garanzie accessorie. L'ammontare dell'emissione viene deciso sulla base delle esigenze finanziarie dell'impresa e della sua struttura finanziaria attuale e prospettica, tramite un lavoro di squadra che vede partecipi l'imprenditore, l'advisor, l'arranger e, eventualmente, gli altri consulenti che a vario titolo possono essere coinvolti nell'operazione. Per quanto riguarda le opzioni, nel caso di minibond *callable,* l'impresa si riserva in futuro la possibilità di rimborsare il titolo prima della scadenza. È un'opzione che l'emittente esercita se intravede la possibilità di finanziarsi a condizioni più favorevoli oppure se ha un inatteso ingresso di liquidità sufficiente per un rimborso anticipato. Il caso opposto è quello di un minibond *putable* in cui è il possessore ad avere il potere di richiedere un rimborso anticipato. I titoli possono avere una, entrambe o nessuna delle opzioni descritte. Quasi la metà del campione analizzato dal più recente Report italiano sui minibond prevede entrambe le opzioni. La presenza della sola opzione *call* è più comune nelle emissioni a breve scadenza, mentre la sola opzione *put* in quelle a lungo termine. Un'alternativa per offrire una protezione agli investitori è quella di prestare una garanzia rispetto a un'eventuale insolvenza. La presenza di una garanzia può ridurre il costo del capitale per l'impresa emittente qualificando il

minibond come *secured* (in caso contrario sarà *unsecured*). La figura 9 mostra che nel 33 per cento dei casi compare una garanzia, consistente in ipoteche su beni, pegni su titoli azionari dell'emittente, fideiussioni fornite da soggetti terzi o privilegi sul magazzino o sulle scorte. Sono più frequenti nelle emissioni delle grandi imprese e per scadenze a lungo termine. Nel report si sostiene infatti che le PMI trovino eccessivamente gravoso costituire una garanzia apposita. Le imprese più grandi invece tendono ad accettare una richiesta di garanzia, anche per ridurre il costo del capitale rispetto a emissioni *unsecured*[47].

Figura 9 *Presenza di garanzie. Confronto tra campione totale (801 emissioni) e del 2019 (207)*



Fonte: Osservatorio Minibond

Infine, possono essere inclusi i *covenant*, ossia delle clausole contrattuali vincolanti inserite nel prestito obbligazionario per tutelare i finanziatori da comportamenti potenzialmente rischiosi dell'emittente. La pena per il mancato

[47] POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND, *6° Report italiano sui Minibond*, 2020.

rispetto dei vincoli può essere il ritiro del prestito obbligazionario o la sua rinegoziazione a condizioni meno favorevoli. Tra i *covenant* più comuni troviamo la limitazione della distribuzione di utili o a decidere operazioni di finanza straordinaria, la non concessione di garanzie su beni costituenti le attività del core business, limitazioni al livello di indebitamento che deve rimanere al di sotto di determinate soglie, il vincolo ad utilizzare le somme ricavate per progetti di sviluppo predeterminati contrattualmente. Il vincolo dei *covenant* finanziari è frequente; è infatti riscontrabile nel 51 per cento dei casi. Nei collocamenti a breve termine il ricorso ai *covenant* finanziari viene preferito rispetto alla costituzione di una garanzia, per via dei minori costi. Il tasso di interesse può essere fisso, quindi uguale nel tempo per tutta la durata dell'obbligazione, oppure variabile e indicizzato a determinati parametri di mercato osservabili. La durata, per le obbligazioni in generale non è predefinita, mentre per i minibond parte da un minimo di 36 mesi. Il report rileva che la maggioranza dei minibond ha scadenza compresa fra i 5 e 6 anni. Volendo effettuare una specifica rispetto alle dimensioni dell'impresa, le PMI emettono strumenti con scadenza in media di 4,9 anni, mentre le grandi imprese si ritrovano in scadenze superiori; il report sostiene essere il riflesso di una maggiore capacità di accesso al debito bancario per le grandi imprese, le quali per il lungo termine rivolgono la loro attenzione ai minibond, data la maggiore autonomia da essi offerta. Il rimborso del capitale può essere fissato alla scadenza in un'unica soluzione (c.d. rimborso ordinario o

bullet) oppure può avvenire in maniera progressiva a rate in determinate scadenze (c.d. *amortizing*). In alternativa c'è anche la possibilità di un rimborso anticipato o del riacquisto sul mercato (c.d. rimborso straordinario). È pratica comune scegliere la modalità *amortizing*, soprattutto per emissioni a lunga scadenza, che permette di distribuire l'impegno finanziario dell'emittente su più esercizi contabili.

2.3.3. Il collocamento del prestito e l'eventuale quotazione

Il terzo punto prevede la ricerca di investitori qualificati che, la Direttiva MIFID 2004/39/CE, definisce come chi possiede l'esperienza, le conoscenze e le competenze necessarie per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che assumono. Essi sono[48]:

a) imprese di investimento, banche, agenti di cambio, SGR, SICAV, fondi pensione, imprese di assicurazione, società finanziarie capogruppo di gruppo bancari, soggetti iscritti negli elenchi agli art. 106, 107, 113 del TUB;
b) soggetti esteri autorizzati a svolgere, in forza della normativa in vigore nel proprio Paese, le medesime attività svolte dagli investitori del punto a;
c) le 88 fondazioni di origine bancaria;

[48] A. PALETTA, *Minibond. Strumenti finanziari per le piccole e medie imprese*, Aracne editrice int.le srl, Ariccia, 2015, pp. 101-105.

d) persone fisiche, persone giuridiche e altri enti in possesso di specifica competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dalla persona fisica o dal legale rappresentante della persona giuridica o dell'ente.

Nel caso di emissioni di importo notevole e con caratteristiche particolari, può essere organizzato un roadshow, dove l'azienda presenta il proprio piano industriale a più investitori appositamente contattati dall'advisor o dall'arranger. Talvolta, sono gli stessi advisor o arranger ad avere dei rapporti privilegiati con uno o più investitori di riferimento. In ogni caso si contatteranno quegli investitori con obiettivi di operatività in linea con le caratteristiche organizzative, produttive e di mercato della società emittente.

Alcuni tra questi investitori sono specializzati nell'investimento in minibond. Si tratta di fondi di *private debt,* ossia fondi comuni di investimento la cui politica di investimento si focalizza su strumenti finanziari di debito emessi dalle imprese tra cui obbligazioni, cambiali finanziarie, altre tipologie di strumenti finanziari di debito[49]. Essi raccolgono una serie di incarichi da parte di possibili investitori quali gruppi bancari, fondi di fondi, società assicurative, ecc. e il capitale raccolto viene poi investito in titolo obbligazionari secondo regole prefissate. Richiedono un'accurata due diligence dell'impresa emittente e, molti di essi, anche

[49] Definizione di AIFI, Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt. https://www.aifi.it/private-debt/

l'accettazione di *covenant* predefiniti e un tasso di interesse non inferiore ad una certa soglia. Le decisioni di investimento vengono prese dal fondo consultando anche i rappresentanti degli investitori e la remunerazione ottenuta viene poi distribuita agli investitori al netto delle commissioni caricate dal gestore. In Italia sono circa 30 i fondi di investimento specializzati in minibond, ciascuno di essi con una dotazione patrimoniale media di 100 milioni di euro. Secondo le ultime statistiche disponibili da AIFI, nel primo semestre 2019 si sono contate in Italia 74 operazioni di *private debt*: il 54 per cento riguardava titoli obbligazionari e il 57 per cento delle risorse ha alimentato PMI.

Il Decreto Sviluppo del 2012 ha introdotto la possibilità per le PMI non quotate di accedere ai mercati finanziari regolamentanti o nei sistemi multilaterali di negoziazione con l'emissione di proprie obbligazioni. A tale scopo, Borsa Italiana ha istituito nel febbraio del 2013 ExtraMOT PRO, un segmento professionale del mercato ExtraMOT che permette l'approvvigionamento finanziario delle PMI non quotate. Si tratta infatti di un segmento riservato agli investitori qualificati dove vengono negoziati minibond, cambiali finanziarie, strumenti partecipativi e project bond. Dal 16 settembre 2019 è nato anche ExtraMOT PRO[3] dedicato all'emissione di obbligazioni o titoli di debito da parte di società non quotate sui mercati regolamentati, PMI o aventi un valore di emissione inferiore a € 50

milioni[50]. Anch'esso riservato esclusivamente agli investitori qualificati e ammette strumenti emessi da società di capitali (società per azioni e società a responsabilità limitata), società cooperative, mutue assicuratrici o enti pubblici e loro controllate.

Figura 10 *– Mercati obbligazionari – Borsa Italiana*

BORSA ITALIANA		
Mercato Obbligazionario	MTF per gli strumenti obbligazionari	
MOT	ExtraMOT	ExtraMOT PRO e ExtraMOT PRO³
- titoli di stato - corporate bond - sovranazionali - ABS	- obbligazioni e titoli di debito negoziati in altri mercati regolamentati dell'UE - titoli di Stato esteri - obbligazioni bancarie non quotate	- minibond - cambiali finanziarie - project bond - strumenti partecipativi

Fonte: D. D'ARCANGELO, A. PALETTA, *Minibond*, 2020.

I nuovi segmenti si pongono come flessibili ed efficienti, caratterizzati da requisiti di ammissione e di informativa meno stringenti rispetto al tradizionale mercato regolamentato, con un processo di quotazione rapido e semplificato. Le agevolazioni previste riguardano in primo luogo il pagamento di un corrispettivo unico per la quotazione, senza ulteriori pagamenti durante la vita dello strumento quotato, e la richiesta all'emittente di un documento di ammissione minimo molto più semplice del tradizionale prospetto di quotazione. Il che si traduce in una maggiore rapidità e costi indiretti di quotazione più bassi. Con questo nuovo

[50] BORSA ITALIANA, *ExtraMOT PRO³ il mercato obbligazionario per la crescita*, 2019.

mercato, da un lato gli investitori hanno la possibilità di monetizzare il loro investimento nel caso in cui si trovino ad avere esigenze di liquidità, dall'altro le società emittenti riescono a raccogliere denaro a tassi di remunerazione non eccessivi. Nei requisiti di ammissione degli strumenti finanziari alla quotazione sul mercato ExtraMot PRO e ExtraMOT PRO[3] c'è la possibilità di personalizzare l'informativa a seconda della tipologia di emittente, strumento finanziario o natura dell'operazione. I segmenti in questione sono nati con l'obiettivo di diventare il mercato degli strumenti di debito delle PMI e innescare una nuova cultura imprenditoriale che superi la visione classica di finanziamento tramite approvvigionamento bancario e che avvicini sempre più le imprese al mercato dei capitali. L'emittente che sceglie di quotare i propri strumenti su Borsa Italiana aumenta anche la propria visibilità presso il sistema finanziario nonché verso i clienti e fornitori. Per gli investitori qualificati che sottoscrivono i minibond si tratta di un mercato ancora molto illiquido[51]. Ciò significa che i titoli obbligazionari sottoscritti vengono generalmente tenuti fino alla scadenza e, a causa di questa caratteristica, devono offrire una remunerazione particolarmente elevata.

È necessario predisporre una serie di documenti che possono variare in base alla tipologia di emissione. I documenti possono essere suddivisi tra quelli a carattere

[51] R. CALUGI, V. MORELLI, G. PAGLIETTI, *I mini-bond. Istruzioni per l'uso*, Consorzio camerale per il credito e la finanza, 2014, p. 79.

economico, utili a comprendere le caratteristiche fondamentali dell'emittente e a valutarne la capacità di onorare il debito, tra cui i già descritti il business plan e l'information memorandum, e quelli amministrativi volti ad avviare il processo di emissione. In quest'ultima categoria rientra il regolamento del prestito e il documento di ammissione. Il regolamento del prestito[52] disciplina le caratteristiche dei minibond, le modalità di pagamento degli interessi e di rimborso del capitale, i diritti dei titolari dei minibond e i doveri dell'emittente. La società emittente ha inoltre l'obbligo di redigere un prospetto o in alternativa un documento di ammissione. Generalmente il primo è preferito dalle grandi società che emettono obbligazioni con un controvalore a partire da € 200 milioni, mentre il secondo è raccomandabile per emissioni di taglia minore e deve seguire le disposizioni del regolamento del segmento ExtraMOT PRO. Il regolamento prevede che il documento di ammissione contenga informazioni su questi aspetti:

- persone responsabili della redazione del documento;
- fattori di rischio dell'emittente e dello strumento di debito; tra gli altri vanno indicati i rischi connessi all'indebitamento, al mercato in cui la società opera, a eventuali contenziosi, all'appartenenza dell'emittente ad un gruppo, all'attuale congiuntura economica, i rischi dei *covenant* finanziari;

[52] COMMISSIONE STUDIO DIRITTO E PRATICA SOCIETARIA, ODCEC, *Minibond. Strumenti di debito alternativi*, Il Commerci@lista, Biella, 2014, p. 33.

- informazioni sull'emittente, struttura organizzativa e compagine azionaria;
- informazioni finanziarie riguardo le attività e passività, la situazione finanziaria, utili o perdite dell'ultimo esercizio contabile;
- le caratteristiche degli strumenti finanziari;
- ammissione alle negoziazioni e modalità di negoziazione.

I primi quattro punti possono essere omessi se l'azienda era già quotata. Le informazioni in questione devono riguardare le specificità dell'azienda, il suo business e le caratteristiche dei titoli. Il documento di ammissione deve essere disponibile sia presso la sede della società emittente sia pubblicato sul sito web aziendale.

I tempi di risposta di Borsa Italiana sono piuttosto brevi poiché, una volta inviati i documenti, entro sette giorni dalla ricezione comunica il rigetto della domanda di ammissione oppure, in caso di accoglimento, stabilisce la data di inizio delle negoziazioni. L'emittente deve inoltre richiedere a Banca d'Italia l'assegnazione del codice ISIN, un codice identificativo univoco internazionale degli strumenti finanziari.

Una volta iniziate le negoziazioni, l'emittente è tenuto a pubblicare sul proprio sito web le seguenti informazioni: il bilancio annuale soggetto a revisione legale entro sei mesi dalla fine dell'esercizio, l'eventuale rating pubblico o sue modifiche, le informazioni *price-sensitive* (che possano cioè influenzare il valore dei minibond), le modifiche delle caratteristiche dell'emissione o della modalità di

esercizio dei diritti dei sottoscrittori e infine, l'informativa tecnica sui titoli relativa a interessi, rimborso anticipato ed altre opzioni. Questi obblighi informativi, per quanto snelli e limitati rispetto a quelli previsti per le società quotate, sono ovviamente rivolti a comunicare al pubblico le informazioni necessarie per permettere agli investitori di formarsi e mantenere nel tempo un giudizio consapevole sull'investimento effettuato.

2.4. DATI DI MERCATO

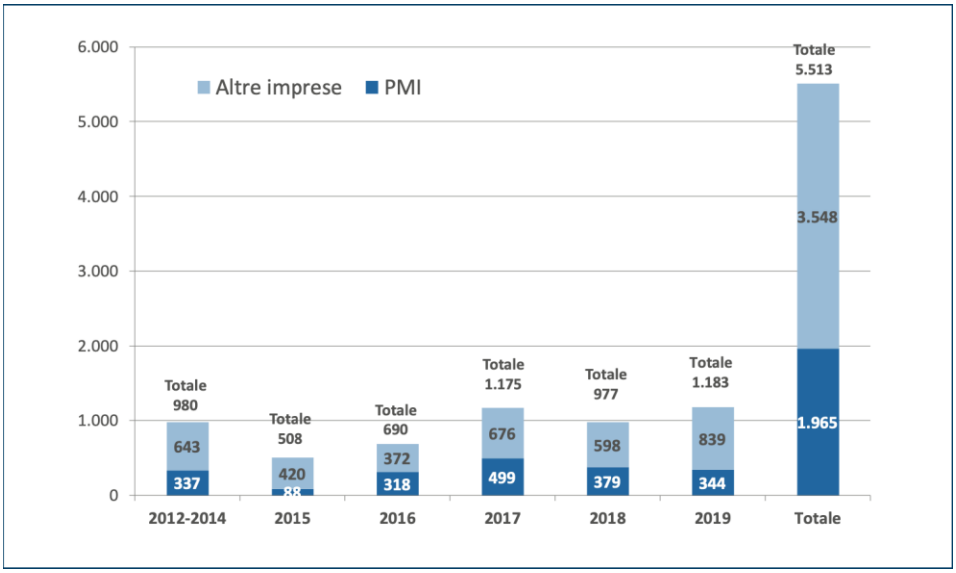
Si procederà ora a fornire un quadro generale sul recente andamento dei minibond. Il 6° Report italiano sui minibond ha identificato 536 imprese italiane che dal 2012 alla data del 31 dicembre 2019 hanno emesso minibond, quotati e non, sotto i € 50 milioni (801 emissioni); di queste, 314 (il 58,6 per cento) sono PMI. Considerando solo l'ultimo anno ci sono state 207 emissioni effettuate da 183 imprese. Nel corso del 2018 si erano registrate invece 166 emissioni; c'è stato pertanto un aumento pari a +24,7 per cento.

Il campione del 2019 rileva che il 69,4 per cento sono SpA, il 28,4 per cento Srl e il 2,2 per cento società cooperative.

La figura 11 descrive l'andamento temporale annuale rispetto al controvalore delle emissioni. Il valore nominale totale raggiunto a fine 2019 è pari a € 5,5 miliardi; il contributo relativo al solo 2019 è stato di € 1,183 miliardi, poco superiore al precedente record del 2017. Complessivamente si osserva che

l'industria italiana dei minibond mobilita ormai risorse per circa un miliardo di euro l'anno. Se però analizziamo le emissioni effettuate dalle PMI, il totale scende a € 1,965 miliardi; con un contributo nel 2019 di € 344 milioni, questa volta in discesa rispetto al 2017 e 2018. Pertanto, durante quest'anno si è verificata una maggiore presenza sul mercato delle imprese che non si qualificano come PMI.

Figura 11 *– Flusso temporale del controvalore di emissioni di minibond fino al 31 dicembre 2019*



Fonte: Osservatorio Minibond

Inoltre, si rileva la tendenza a collocare per importi sempre più contenuti, con invece, come appena visto, la dimensione delle emittenti sempre maggiore[53]. Il report ne deduce che in molti casi il collocamento dei minibond venga visto come

[53] POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND, *6° Report italiano sui Minibond*, 2020, p. 42.

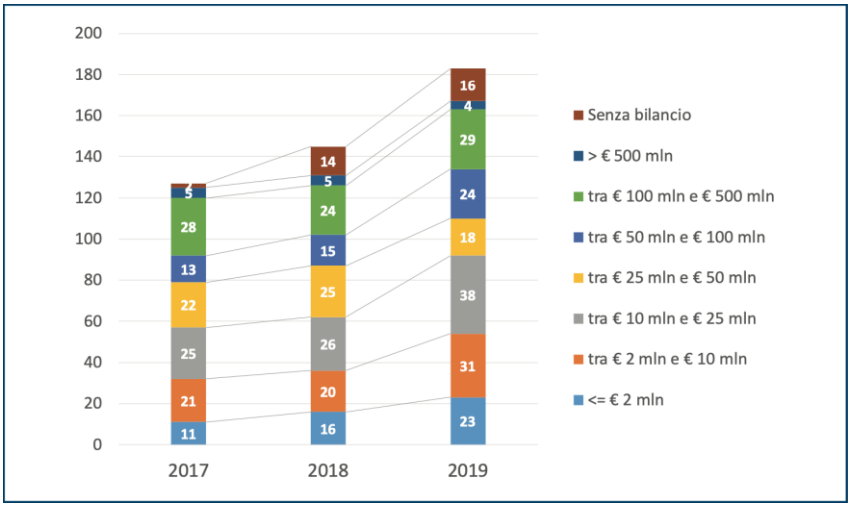
un “sperimentazione”, un modo di testare una nuova modalità di approvvigionamento finanziario prima che emerga il reale bisogno di liquidità.

Il valore medio del collocamento effettuato dalle PMI è pari a € 4,36 milioni, mentre quello effettuato dalle grandi imprese è pari a € 10,13 milioni.

Nel campione totale (2012-2019) il 63 per cento delle emissioni è sotto la soglia di € 5 milioni, con un aumento al 68 per cento nell’ultimo anno. Inoltre, meno della metà dei minibond è stata quotata su un mercato borsistico.

La figura successiva segmenta il campione delle imprese emittenti nel periodo 2017-2019 per classe di fatturato; si nota che, nell’ultimo anno, la classe più numerosa è quella tra i € 10 e € 25 milioni, la quale ha visto un consistente aumento nell’ultimo periodo. Emerge anche una quota non trascurabile di imprese con fatturato inferiore ai € 2 milioni; evidentemente non classificate come microimprese per mancanza del requisito relativo all’organico di addetti.

Figura 12 *– Segmentazione delle imprese emittenti per classe di fatturato*

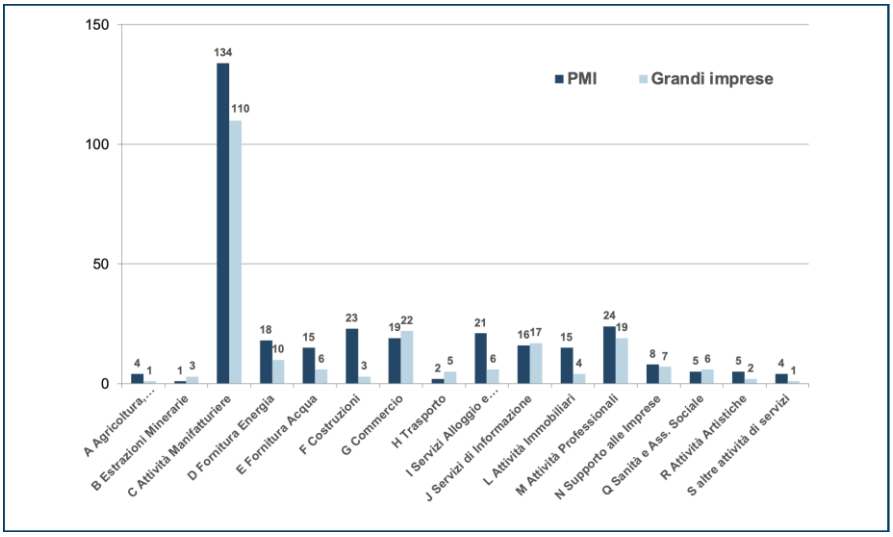


Fonte: Osservatorio Minibond

Un ulteriore particolarità deriva dal fatto che le emissioni condotte da società già quotate su un mercato borsistico azionario sono una minoranza, mentre la maggioranza dei minibond è emessa da imprese non quotate (90 per cento dei casi).

Per quanto riguarda il settore di appartenenza, il più rappresentato è quello delle attività manifatturiere. All'interno della distinzione per settore, le PMI sono più rappresentate nei comparti: costruzioni, servizi di alloggio e ristorazione e attività immobiliari. Le grandi imprese invece prevalgono nelle estrazioni minerarie, nel commercio, nel trasporto, nei servizi di informazione e nella sanità-assistenza sociale.

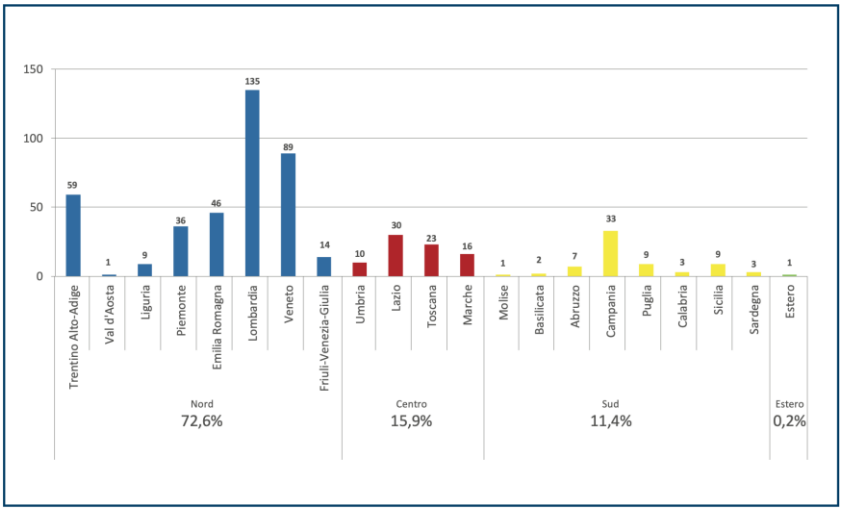
Figura 13 *– Segmentazione delle emittenti per settore di attività*



Fonte: Osservatorio Minibond

Passando ad esaminare la localizzazione geografica delle emittenti, c'è una notevole preponderanza delle regioni del Nord dove risiedono il 72,6 per cento delle imprese in questione. In Lombardia è localizzato il 25,2 per cento del campione esaminato dall'Osservatorio minibond, seguita dal Veneto e Trentino Alto-Adige. Nel Centro Italia emerge il Lazio con 30 imprese emittenti, mentre nel Sud le imprese che collocano minibond sono ancora la minoranza. La spinta di alcune regioni è in parte spiegata dalla presenza di finanziarie regionali particolarmente attive nel supporto delle imprese emittenti di minibond.

Figura 14 *– Segmentazione delle emittenti per localizzazione geografica*



Fonte: Osservatorio Minibond

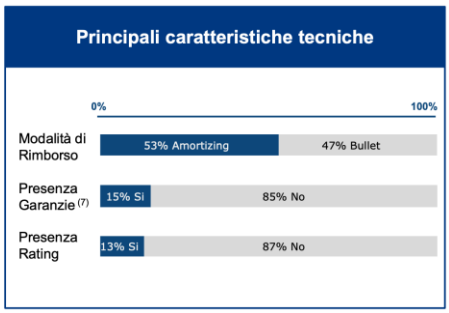
Volendo esaminare i dati fino al 2020, è utile osservare i risultati del Barometro minibond market trends[54], un documento che analizza, con aggiornamenti trimestrali, le principali caratteristiche delle emissioni di taglio inferiore a € 50 milioni. Relativamente al barometro del 30 settembre 2020, i minibond quotati hanno raggiunti un totale di 345 emissioni dall'inizio del mercato, per un controvalore complessivo di € 2.283 milioni. Quanto emerge è che si tratta di uno strumento che si presenta come una valida alternativa al credito bancario per la crescita delle imprese.

[54] Realizzato da Minibonditaly.it, il portale italiano dei minibond, e da Epic SIM, la prima piattaforma digitale che mette in contatto il capitale privato e le PMI in modo diretto. Vengono considerate le emissioni quotate nel segmento ExtraMOT PRO fino al 15 settembre 2019 in aggiunta a quelle quotate dal 16 settembre 2019 in poi sul nuovo segmento ExtraMOT PRO[3].

Il barometro, in funzione dei dati raccolti, ha elaborato un identikit del minibond al 30 settembre 2020:

Figura 15 *– Identikit del minibond al 30 settembre 2020*

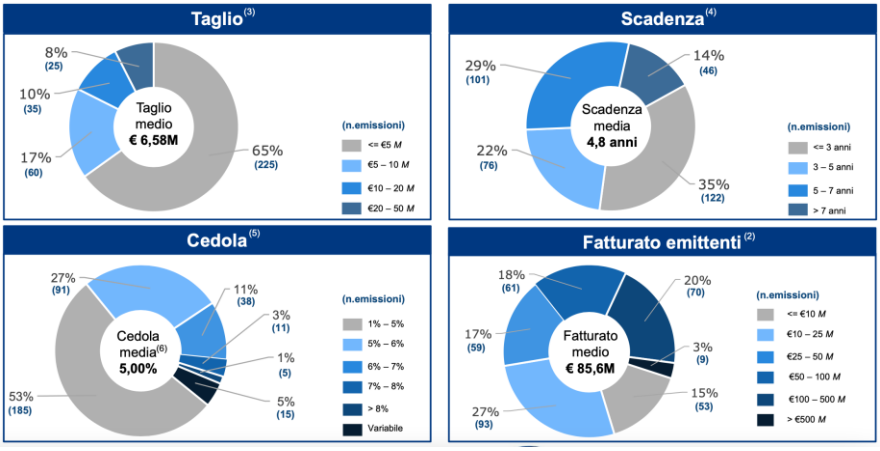
Principali caratteristiche economiche	
Taglio medio	€ 6,58M
Scadenza media	4,8 Anni
Tasso medio d'interesse	5,00% annuo
Fatturato medio emittente	€ 85,6M



Fonte: Minibonditaly.it – Epic SIM

Emergono inoltre le principali specifiche dei 345 minibond emessi finora:

Figura 16 *– Caratteristiche dei 345 minibond al 30.09.2020*



Fonte: Minibonditaly.it – Epic SIM

Dopo i numeri crescenti visti nel 2019, la crisi pandemica, a seguito di un inevitabile primo rallentamento, sembra aver dato un ulteriore spinta alla crescita dell'industria dei minibond.

Secondo un'indagine dell'Osservatorio minibond che ha coinvolto 22 arranger, nei primi sei mesi di quest'anno sono state collocate 86 emissioni, contro le 50 dello stesso periodo del 2019. Si è pertanto registrata una crescita del 72 per cento. Tuttavia, è evidenziabile una differenza: se nel 2019 uno dei principali obiettivi dell'emissione era il finanziamento di una crescita interna ed esterna, oggi tale tipologia di strumento viene considerato soprattutto per sostenere il circolante. I numeri, dunque, ci dicono che l'industria dei minibond sta crescendo e che potrebbe rivelarsi un utile strumento per la ripresa economica; ma a quali condizioni per una piccola media impresa?

Andremo ora nel dettaglio delle condizioni a cui le piccole e medie imprese devono sottostare per utilizzare questo strumento, i suoi impatti sulla struttura organizzativa e non solo, cercando di capire se sia o meno adatto a finanziarie le piccole realtà che caratterizzano il nostro Paese.

CAPITOLO 3

IMPATTO STRATEGICO E ORGANIZZATIVO DEI MINIBOND

3.1. LE MOTIVAZIONI DELL'EMITTENTE

L'emissione di un minibond si colloca nelle decisioni di carattere straordinario per quanto riguarda la vita di una PMI. Nell'ambito della finanza aziendale, le operazioni di finanza straordinaria si distinguono da quelle ordinarie in quanto implicano modifiche significative nella dimensione e nella composizione del passivo della società[55]. Sono operazioni di finanza straordinaria le emissioni obbligazionarie, gli aumenti di capitale, le fusioni, le incorporazioni, ecc. Usualmente questo tipo di operazioni comporta mutamenti anche nella cultura finanziaria e strategica dell'azienda e una sua maggiore trasparenza verso il mercato, nonché contatti con nuovi soggetti. Sulla base di questa definizione è naturale ricomprendere il minibond tra quelle operazioni caratterizzate dal requisito di eccezionalità, sia in relazione alla frequenza con cui si manifesta, sia per l'impatto che produce sull'economia dell'impresa[56], soprattutto per una piccola e media impresa.

È opportuno ora analizzare quali siano le motivazioni che spingono un'impresa a decidere di affrontare un'operazione di finanza straordinaria come l'emissione di

[55] Glossario finanziario Borsa Italiana, https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/operazione-di-finanza-straordinaria.html

[56] A. MANELLI, R. PACE, *Finanza d'impresa. Analisi e metodi*, Isedi, De Agostini Scuola SpA, Novara, 2009, p. 648.

minibond. Queste possono essere molteplici, ma vengono tipicamente suddivise in quattro categorie:

1. il finanziamento della crescita interna, cioè la raccolta di capitale per sostenere gli investimenti in ricerca e sviluppo, in nuovi prodotti o l'apertura in nuovi mercati;
2. il finanziamento della crescita esterna, ovvero il sostegno a eventuali acquisizioni di altre imprese o divisioni, all'acquisto di quote di partecipazione in aziende dalla filiera produttiva o a progetti di internazionalizzazione;
3. la ristrutturazione del passivo dell'impresa, cioè la rimodulazione del mix di finanziamenti da terzi. La liquidità raccolta viene pertanto utilizzata per rimborsare debiti in scadenza;
4. il finanziamento del ciclo di cassa operativo; in tale caso il minibond soddisfa l'esigenza di breve termine di assicurare l'equilibrio fra incassi dei crediti e pagamento dei debiti.

Le motivazioni del collocamento sono l'elemento principale per convincere gli investitori istituzionali a finanziare un determinato progetto rispetto ad un altro. Un investitore sarà maggiormente attirato da un progetto basato sulla crescita, che sia interna o esterna, rispetto a programmi pensati per ristrutturare le passività dell'azienda. Nel primo caso le prospettive di crescita portano a prevedere cash flow in aumento nel corso del progetto e la quasi certezza di vedersi restituire il

capitale investito. Il riassetto dei valori del passivo non è sempre visto di buon occhio dai finanziatori, perché l'allungamento della durata dei debiti può portare a risparmi di costo immediati, ma che non necessariamente si trasformeranno in aumenti di cash flow nel futuro.

Nel caso in cui l'impresa dovesse decidere di finanziare il proprio sviluppo e la propria crescita dimensionale attraverso il minibond, questa sarà più propensa a ricorrere ad una pratica di ammortamento progressivo del debito in essere utilizzando il cash flow generato dall'investimento; viceversa, con il ricorso alla tipologia *bullet* si mira ad ottenere uno spostamento, dilazionato nel tempo, dal canale bancario a quello del mercato dei capitali[57].

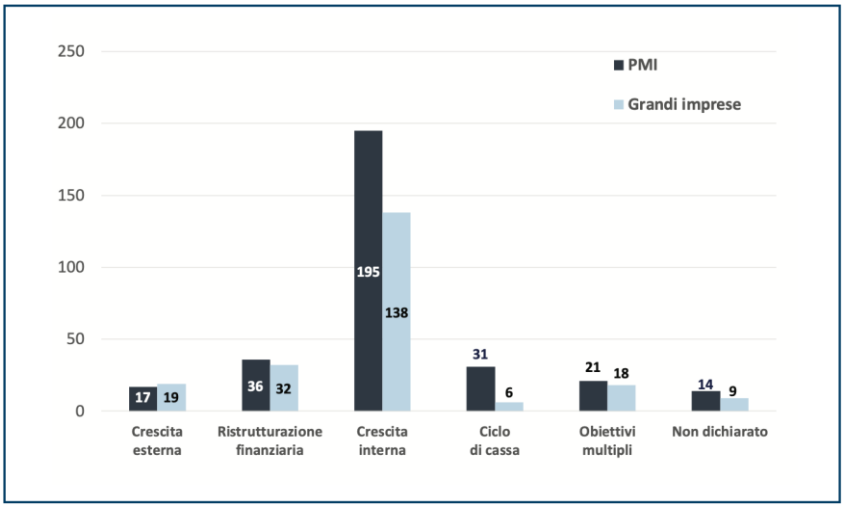
Lo sviluppo dimensionale infatti può avvenire attraverso due percorsi di crescita: la crescita per linee interne o per linee esterne. Lo sviluppo per linee interne consiste nell'aumento della struttura produttiva dell'azienda dall'interno, è più lenta da realizzare ma consente di calibrare l'investimento come meglio si crede. La crescita esterna presuppone l'acquisizione o la fusione con altre aziende già funzionanti o la realizzazione di accordi. La figura dell'advisor è importantissima per la buona riuscita del progetto sottostante l'emissione: esso guida l'azienda nella predisposizione di tutta la copiosa documentazione che la PMI deve presentare, con la sensibilità e le capacità che non sempre le piccole realtà

[57] M. LOSSANI *et al.*, *Osservatorio Monetario n.3/2014*, Laboratorio di analisi monetaria – Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 2014.

possiedono e con un dispiego di energie ridotto rispetto a quello che l'impresa dovrebbe sostenere se dovesse fare autonomamente.

La figura 17 suddivide il campione esaminato dall'Osservatorio minibond in base alla motivazione principale dichiarata. Emerge che la principale spinta è il finanziamento della crescita interna che accomuna il 64,1 per cento delle imprese, seguita dalla ristrutturazione finanziaria del passivo (12,7 per cento) e il finanziamento per il capitale circolante (6,9 per cento). La suddivisione tra grandi imprese e PMI mostra che le motivazioni di crescita interna sono comuni ad entrambe le categorie. Le piccole e medie imprese ricorrono maggiormente al minibond per finanziare il fabbisogno di breve termine in quanto più limitate nell'accesso al canale bancario, mentre le grandi imprese sono più propense a effettuare acquisizioni esterne.

Figura 17 *– Finalità dell'emissione di minibond*



Fonte: Osservatorio Minibond

Durante la recente presentazione del 6° Report italiano sui minibond, Vittorio Fiore (Deloitte Private) dichiara che nel 2020 il minibond viene sempre più considerato per sostenere il circolante, a differenza degli anni precedenti durante i quali la maggior parte delle motivazioni erano il finanziamento della crescita interna ed esterna. Si sostiene inoltre che spesso uno dei motivi principali è la volontà di sperimentare un nuovo prodotto, intraprendendo un percorso che può rivelarsi propedeutico ad una successiva quotazione sul mercato dei capitali, tale per cui l'emissione di minibond diventa la prima di una serie di operazioni[58]. Quindi, oltre al chiaro ed ovvio scopo di finanziamento, lo strumento del minibond viene spesso utilizzato come "trampolino di lancio" per le imprese che vogliono quotarsi nei mercati regolamentati ma che non presentano sufficienti esperienze. L'emissione di titoli di debito come i minibond porta il direttivo dell'impresa ad allenarsi nella comunicazione con soggetti terzi con lo scopo di condurli alla sottoscrizione, suscitando in loro interesse e curiosità; un'operazione questa notevolmente diversa dalla richiesta di un finanziamento in banca. Le capacità per portare avanti delle operazioni del genere possono esse sviluppate gradualmente con operazioni modeste, accompagnati da soggetti esperti attraverso l'utilizzo del minibond.

[58] POLITECNICO DI MILANO - OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP FINANCE & INNOVATION, *3° Quaderno di ricerca – La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, 2020, p. 14.

Alcuni studi[59] si sono focalizzati sull'utilizzo che le imprese emittenti hanno dichiarato di voler fare con i fondi raccolti tramite l'emissione dei minibond, cercando di verificare se e in che misura esse siano state indotte all'utilizzo di questo strumento di debito da finalità di crescita e sviluppo oppure da più limitate esigenze di sopravvivenza, volte ad attutire gli effetti della crisi economica e finanziaria. In particolare, i rapporti della società CSE Crescendo miravano ad individuare quanto le risorse affluite alle PMI tramite minibond venissero usate in una prospettiva di sviluppo. Per sviluppo si intende la situazione in cui le risorse finanziarie a debito permettono all'impresa di aumentare la sua capacità di generare cassa in modo da: pagare il servizio del debito, restituire la somma presa in prestito e generare risorse libere come segnale di una sua acquisita indipendenza strategica. A tal fine hanno cercato di esaminare, qualora presente il business plan o, in mancanza, l'analisi dei rischi contenuta nel documento di ammissione, che spesso però non è sufficientemente completa di tutte quelle informazioni utili agli stakeholder come la vision, la mission, il posizionamento competitivo, l'impegno verso il futuro. Il punto cruciale della ricerca in questione è stato proprio questo: l'aver appurato che molte volte il business plan redatto (spesso mancante, ma lo stesso vale per il documento di ammissione) manca di informazioni essenziali e di un'attenta analisi dei rischi che, anzi, viene definita

[59] Si vedano i due Rapporti di L. MARTINOLI, F. ZANOTTI, *Minibond: strumenti di sviluppo o sopravvivenza?*, CSE Crescendo, Milano, 2014, realizzati sui titoli emessi fino al 30 agosto 2014.

dagli autori come "burocratica", ridotta a frasi preconfezionate, molto simili anche fra aziende diverse. Da ciò se ne è dedotto che la vocazione dei minibond quotati fino ad allora (2014) fosse alla sopravvivenza delle imprese piuttosto che al loro sviluppo. Luciano Martinoli[60], uno degli autori della ricerca summenzionata, ad oggi sostiene che non si dovrebbe concentrare l'attenzione tanto su "quanto" siano diffusi i minibond tra le PMI, quanto piuttosto osservarne la strategia alla base dell'utilizzo di questo strumento da parte delle imprese stesse. Capire se lo stiano utilizzando per star meglio, per superare una fase "dolorosa" di ristrutturazione per poi ricominciare a produrre cassa in autonomia o se piuttosto rischiano di diventarne dipendenti innescando un circolo vizioso di debito su debito. Sostiene che: *"la strategia dell'impresa è parola e competenza sconosciuta alla finanza e all'economia, non gli interessa."* Il debito, soprattutto quello obbligazionario, dovrebbe servire a finanziare progetti di sviluppo in assenza di risorse proprie in modo da costituire la capacità di generarle di nuove in autonomia, almeno questo era l'intento del legislatore.

3.2. LE OPPORTUNITÀ DELL'EMISSIONE

Innanzitutto, come già visto, l'utilizzo di questo strumento è stato promosso ed incentivato con forza dal governo italiano per rilanciare l'economia delle piccole e

[60] Ex Partner di CSE Crescendo e attualmente fondatore della società di consulenza B&M Consulting srl.

medie imprese in forte difficoltà nel trovare finanziamenti. La crisi finanziaria del 2007-2009 ha messo in luce le fragilità strutturali e le carenze del sistema finanziario internazionale: accumulazione di eccessivo rischio finanziario in connessione con un elevato uso del debito, scarsa trasparenza ed elevata complessità delle operazioni d'investimento[61]. Il razionamento del credito bancario e delle altre forme di finanziamento ha colpito in modo più marcato le imprese di piccole e medie dimensioni a causa del più elevato tasso di indebitamento che le contraddistingue e la loro minore redditività rispetto le imprese più grandi. Inoltre, la crisi finanziaria ha avuto un impatto negativo sulla fiducia e sulla propensione al rischio degli investitori istituzionali, riducendo anche la capacità del settore finanziario europeo di incanalare risparmi anche verso gli investimenti innovativi. Per rispondere a questa situazione, dal 2011 la Commissione Europea si è concentrata sull'ampliamento dei canali di finanziamento disponibili per le imprese, soprattutto le PMI, al fine di salvaguardare il potenziale di crescita del sistema produttivo europeo. I decreti visti hanno reso disponibili nuovi strumenti di finanziamento per le imprese.

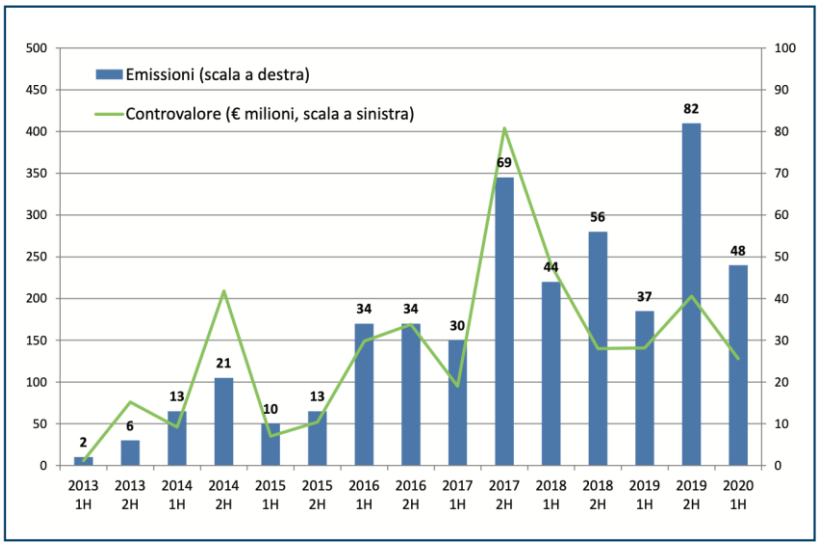
La figura 18 dimostra una partenza del mercato dei minibond in sordina fino al 2014, poi una netta crescita nel secondo semestre del 2017[62]. Un successivo

[61] CONSOB, *La finanza per la crescita*, http://www.consob.it/web/investor-education/la-finanza-per-la-crescita.

[62] POLITECNICO DI MILANO - OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP FINANCE & INNOVATION, *3° Quaderno di ricerca – La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, 2020, p. 11.

record stabilito nel secondo semestre 2019 con 82 emissioni e un primo semestre 2020 che, nonostante la crisi pandemica, ha valori in linea con gli anni precedenti.

Figura 18 *– I minibond emessi da PMI in Italia sotto i € 50 milioni*



Fonte: Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation

Il gap tra investimenti necessari e la capacità di autofinanziamento delle imprese italiane, può essere infatti solo parzialmente colmato dal credito bancario, una fonte sempre più costosa rispetto al passato[63]. Servono per questo strumenti diversi, in particolare il minibond viene presentato non tanto come un'alternativa al prestito bancario, quanto piuttosto una forma complementare di raccolta

[63] G. SCHIRONE, *Finanziamento della crescita e mini-bond: il problema e una possibile (parziale) soluzione*, Prometeia, 2014.

integrativa ai tradizionali canali, in grado di fornire le risorse necessarie a sostenere i progetti di sviluppo delle PMI[64].

A prescindere dalle le motivazioni del collocamento, l'emissione di un minibond ha comunque un rilevante impatto sulla struttura e sulla gestione finanziaria dell'impresa emittente, specialmente se si tratta di una PMI alla sua prima operazione sul mercato finanziario. Gli impatti osservabili su una piccola media impresa italiana possono essere sia di tipo organizzativo che strategico.

Dalla valutazione dell'impatto potenziale dell'emissione di minibond sull'equilibrio finanziario dell'impresa, svolta dall'Osservatorio minibond, emerge che le emittenti non sembrano arrivare all'appuntamento dell'emissione obbligazionaria in situazioni di difficoltà finanziaria. Questo si rivela coerente con quanto dichiarato da molti imprenditori, i quali vedono lo strumento in questione come complementare ad altre fonti finanziarie, e da testare per prendere dimestichezza con il mercato dei capitali. Anche l'analisi della leva finanziaria mostra valori stabili e in diminuzione all'avvicinarsi dell'emissione, a testimonianza del fatto che il minibond spesso non va ad aggravare una situazione finanziaria già pesante, ma rimpiazza, anche solo parzialmente, il debito già esistente. Inoltre, dopo l'emissione si osserva un ulteriore riduzione del leverage,

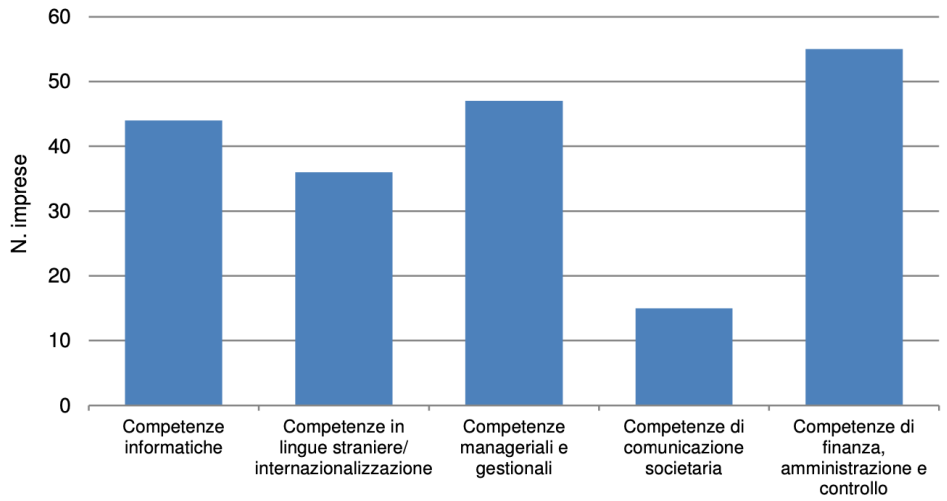
[64] V. TERZI, R. MARRACINO, C. SPREAFICO, A. TURCONI, *Investire nella crescita: idee per rilanciare l'Italia*, McKinsey & Company, 2013.

a indicare che spesso le obbligazioni sono utilizzate per finanziare il debito, oppure per implementare investimenti co-finanziati con capitale di rischio.

Borsa Italiana e la School of Management del Politecnico di Milano nel 2019 hanno condotto una ricerca sui cambiamenti nelle pratiche di governance delle società emittenti, associati alla quotazione di un'obbligazione su ExtraMOT PRO. Un primo aspetto è emerso dal confronto tra la struttura proprietaria della società prima e dopo la quotazione dello strumento e ne risulta che il cambiamento è stato minimo; dopo l'accesso al mercato la maggior parte delle imprese (59%) continua ad essere sotto il controllo diretto o indiretto di una famiglia o di una persona fisica. Pertanto, quotare un bond si conferma come una modalità di accedere ai mercati dei capitali mantenendo la stabilità nell'assetto proprietario. Il 16 per cento delle emittenti ha registrato un passaggio generazionale prima della quotazione dell'obbligazione, il che fa pensare che ci sia una correlazione tra il cambiamento nella direzione dell'impresa e la decisione di non rivolgersi al tradizionale canale bancario. Altri aspetti sono stati l'allargamento del board, l'adozione di procedure aziendali di gestione dei rischi finanziari e operativi, un piano di audit approvato dal CDA, l'implementazione di una procedura per la gestione interna e la comunicazione all'esterno di documenti ed informazioni sensibili. Questi elementi per molte aziende erano già presenti, per alcune sono state implementate dopo o durante il collocamento, agevolando una trasformazione dal punto di vista della struttura organizzativa dell'impresa stessa.

È stato inoltre rilevato un incremento delle competenze rappresentate all'interno del Consiglio di Amministrazione: dopo l'emissione del bond può aumentare la presenza di esperti in materie di finanza, internazionalizzazione e tecnologia. Molte imprese hanno potuto arricchire le loro competenze interne in termini di finanza, amministrazione e controllo, competenze economico-gestionali, informatiche, in lingue straniere e internazionalizzazione[65].

Figura 19 *– Aree in cui si è assunto nuovo personale per/dalla quotazione dello strumento*



Fonte: Borsa Italiana

Un recente studio dell'ISTAT ha quantificato gli effetti dell'adesione a politiche di incentivo all'utilizzo di minibond e strumenti di finanza alternativa in genere da parte delle PMI, sui risultati economici delle aziende aderenti. Dal campione di 168 imprese che hanno quotato strumenti di debito su ExtraMOT dal 2013 al

[65] BORSA ITALIANA, Newsletter trimestrale luglio-settembre n.17, 2019.

2017, emerge che gli emittenti mostrano un'elevata vocazione all'export e sono caratterizzati da una forte crescita occupazionale nel periodo considerato. Complessivamente le emittenti mostrano una performance economica superiore a quella media nazionale in termini di livello dei risultati economici e di evoluzione nel tempo. Inoltre, a seguito della quotazione le imprese mostrano una propensione all'investimento cinque volte superiore rispetto a altre società con le stesse caratteristiche. Ne emerge una crescita della produttività del lavoro pari al 2,6 per cento e una crescita del ROE di 0,4 punti percentuali[66].

Molteplici sono i vantaggi che vengono citati dalla letteratura in relazione all'esperienza dell'emissione di minibond. Dal punto di vista della struttura finanziaria le nuove risorse raccolte realizzano una diversificazione delle fonti di finanziamento a titolo di debito, assicurando una "scorta" di capitale per il medio-lungo termine con l'attenuazione della dipendenza dal credito bancario a breve e conseguente allungamento della durata media della provvista e dunque un miglioramento degli equilibri patrimoniali e finanziari. L'impatto strategico conseguente è dato dalla maggiore durata e stabilità delle fonti acquisite tramite i bond che rende la struttura finanziaria dell'azienda più adeguata e compatibile con i progetti di crescita e sviluppo a medio e lungo termine, migliorando così gli equilibri economici, finanziari e patrimoniali della società. Divengono così più favorevoli gli indici di bilancio (che misurano la coerenza tra la liquidità degli

[66] BORSA ITALIANA, *Al via ExtraMOT PRO³*, Comunicato stampa, 2019.

investimenti e il grado di esigibilità delle fonti di finanziamento) e l'affidabilità complessiva nei confronti delle banche, con incremento delle possibilità di accedere a nuovi finanziamenti a condizioni più contenute. La possibilità di disporre di una fonte di provvista alternativa al tradizionale prestito bancario permette anche di attenuare la dipendenza dal canale bancario. Il miglioramento degli equilibri patrimoniali e finanziari d'impresa potrebbe infatti portare a più favorevoli valutazioni del merito creditizio aziendale da parte del sistema bancario, e ad acquisire per questo un maggior potere contrattuale dell'impresa nei confronti della banca stessa. Gli indici di liquidità e di struttura finanziaria rappresentano infatti elementi importanti nell'aerea di valutazione del bilancio aziendale nell'ambito dei modelli di rating interno delle banche. Secondo un working paper della Banca d'Italia[67] il prestito obbligazionario, sebbene più costoso del finanziamento bancario, permette il miglioramento delle condizioni di quest'ultimo a seguito dell'emissione per effetto di due meccanismi, uno diretto e uno indiretto. Nel primo meccanismo (diretto) l'emissione obbligazionaria può segnalare la solidità finanziaria di un'impresa ai potenziali finanziatori, influenzando così direttamente i costi di finanziamento successivi. Il secondo meccanismo fa perno sugli effetti della segnalazione verso gli stakeholder esterni; le imprese tramite l'emissione trasmettono in modo credibile informazioni sulla

[67] A. INNAMORELLI *et al.*, *Asymmetric information in corporate lending: evidence from SME bond markets*, Banca d'Italia, 2020, pp. 20-23.

loro qualità creditizia, il che migliora la loro reputazione presso fornitori, clienti o altri investitori. Ciò dovrebbe influire sui risultati reali (come capitale circolante netto, vendite, ecc.), aumentare il valore dell'impresa e, di conseguenza, ridurre il costo del debito.

Un ulteriore vantaggio per le PMI è fornito dalla non obbligatorietà di costituire garanzie a supporto del prestito, lasciando così inalterata la capacità di richiedere e ottenere finanziamenti bancari.[68] Nel caso servisse una forma di tutela per gli investitori è possibile prevedere l'attivazione di garanzie esterne all'impresa rilasciate da soggetti privati, come SACE, o dal sistema, Fondo Centrale di Garanzia. Soprattutto in periodi di stretta creditizia, i minibond riducono il rischio di richieste di rientro anticipato dei crediti bancari a breve e garantiscono anzi la disponibilità di risorse finanziarie a medio termine per importi anche significativi, che altrimenti, per una PMI, sarebbe estremamente difficile ottenere da parte di un singolo istituto.

L'emissione di minibond nell'ExtraMOT PRO o nell'ExtraMOT PRO^3 di Borsa Italiana può ingenerare degli effetti positivi sul brand e sulle politiche di marketing aziendale, legate alla diffusione della conoscenza dell'azienda, dei suoi prodotti e dei suoi servizi. Indirettamente la società beneficia di un rafforzamento del brand per la visibilità internazionale offerta dalla quotazione del proprio debito

[68] A. PEZZUTO, *I mini-bond: uno strumento di finanziamento alternativo per le PMI*, Diritto Bancario Tidona, 2019.

in Borsa Italiana. Viene a maturare una maggiore *brand awareness*, utile a aumentare la notorietà dell'impresa stessa e il valore del marchio utilizzato[69]. L'acquisita visibilità diventa strategicamente importante poiché funzionale all'aumento delle credenziali dell'emittente presso clienti, fornitori e sistema finanziario. L'emittente aumenta la sua attrattività anche verso ulteriori investitori, grazie a vantaggi di immagine e reputazione nonché alla presenza di elementi di trasparenza delle informazioni e dei risultati. Non di rado, infatti, PMI che hanno raggiunto il collocamento in Borsa hanno conquistato nuovi clienti e quote di mercato proprio grazie alla loro maggiore notorietà. Si tratta dunque di uno strumento che, seppur più caro, può permettere di risparmiare parte dei costi necessari per la promozione della società.

Si segnala anche il miglior rapporto con le controparti, in quanto grazie all'emissione si riesce a raggiungere una platea più vasta di potenziali investitori, generando la possibilità di avere maggiori offerte e quindi costi minori. Al contempo, il possesso di un rating e la maggiore trasparenza, possono rendere più efficienti i rapporti con i fornitori, in quanto maggiormente propensi a riconoscere un minor costo o maggiori dilazioni temporali.

Inoltre, a differenza del canale bancario, il finanziamento tramite minibond può essere strutturato in maniera più autonoma da parte dell'impresa, in base alle proprie esigenze e quelle degli investitori a cui si rivolge. Lo strumento in

[69] D. D'ARCANGELO, A. PALETTA, *Minibond*, Edizioni Santa Croce srl, Roma, 2020, p. 27.

questione offre infatti l'opportunità di scegliere la modalità di rimborso più adeguata in base alle previsioni di cassa e di scegliere se rimborsare il capitale in modo graduale (*amortizing*) piuttosto che alla scadenza (*bullet*), sempre all'interno di una contrattazione con la controparte[70]. Mentre il rimborso *amortizing* permette di spalmare il rischio dell'investitore e presumibilmente di ottenere condizioni di finanziamento migliori, il rimborso *bullet* (tipicamente non previsto nel finanziamento bancario) consente di evitare ingenti uscite per il rimborso del capitale prima anche che gli investimenti realizzati abbiano generato i relativi flussi di cassa.

Come già ricordato permette un utile allenamento in preparazione a possibili operazioni più complesse sul mercato mobiliare, come *private equity* e la quotazione in Borsa, reso possibile anche grazie all'ingresso in una community costituita da investitori professionali ed altre imprese emittenti. A questo sono utili le competenze complementari, acquisite conseguentemente all'emissione, sul mondo della finanza mobiliare e su come rapportarsi con il mercato del capitale, prima non disponibili nel know-how aziendale. Viene dunque a maturare, durante tutto il processo, una crescita culturale e un'evoluzione organizzativa derivante dall'apertura al mercato dei capitali.

[70] P. PIA, *Gli strumenti di finanziamento innovativi: i mini-bond* in *Il rapporto banca piccola-media impresa: nuovi scenari*, ODCEC Torino, 2016.

Vi sono inoltre i vantaggi fiscali precedentemente descritti come la deducibilità degli interessi passivi, l'esenzione dalla ritenuta su interessi e altri proventi e la deducibilità delle spese di emissione, volti ad agevolare l'avvicinamento delle PMI a questa forma di finanziamento[71].

Pertanto, a seconda dei tassi sul mercato, l'emissione di un minibond potrebbe risultare come la soluzione[72]:

a. meno impegnativa sul fronte finanziario rispetto ad operazioni di equity, dove uno o più soci potrebbero trovarsi "diluita" la loro quota capitale;
b. meno invasiva per l'assetto societario, che non subisce modificazioni; talvolta può capitare che gli stessi sottoscrittori richiedano come *covenant* all'investimento che i soci e gli amministratori restino gli stessi fino al rimborso del prestito;
c. più propulsiva per incrementare il fatturato, attraverso l'esecuzione delle azioni programmate nel business plan;
d. più stabile rispetto al credito bancario, sottoposto ai parametri di Basilea, assoggettabile alla revoca unilaterale del fido;
e. più focalizzata sul business plan che sulle garanzie, si valutano gli aspetti qualitativi aziendali e l'attendibilità delle proiezioni quantitative di redditività;

[71] C. ARLOTTA *et al.*, *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa*, FrancoAngeli, Milano, 2014, pp. 48-51.
[72] D. D'ARCANGELO, A. PALETTA, *Minibond*, Edizioni Santa Croce srl, Roma, 2020, p. 13.

f. senza vincoli predefiniti di spesa, al contrario di come avviene nella rendicontazione dei fondi pubblici (internazionali, europei, statali, regionali) concessi per specifici progetti approvati a valere su avvisi pubblici.

Un ulteriore vantaggio è dato dal fatto che i minibond consentono di avere certezza e stabilità sulla disponibilità di risorse per un certo numero di anni, evitando la segnalazione presso la Centrale Rischi di Banca d'Italia[73].

La certificazione obbligatoria del bilancio e l'attribuzione del rating potrebbero sembrare a prima vista due incombenze "negative" a carico dell'impresa emittente, dato che comportano il sostenimento di costi, tuttavia hanno anche una valenza positiva in quanto nel futuro possono permettere di far ricorso a strumenti di finanziamento differenti dal minibond a condizioni più vantaggiose. Molte imprese però interpretano ancora il rating come un esercizio superfluo, sottovalutandone i benefici in termini di trasparenza e visibilità nei confronti degli investitori, e il contributo che dà al successo del collocamento a al contenimento del costo del debito[74].

[73] Si tratta di una banca dati gestita dalla Banca d'Italia ed utilizzata dagli enti creditizi per individuare l'esposizione complessiva dell'impresa verso il sistema bancario.
[74] F. FRAULO, *Il periodo 2017-19 sarà la prova del nove per il mercato italiano dei minibond*, CRIF Ratings, 2017.

3.3. I COSTI DEL COLLOCAMENTO E I LIMITI DELLA SCELTA

Tale strumento non è privo, tuttavia, di rischi e di potenziali svantaggi per le imprese che lo scelgono per finanziarsi.

Un aspetto che non si è approfondito a dovere è quello dei costi, invece piuttosto importante per una PMI che si affaccia all'utilizzo di questo strumento. Come già accennato, il costo dell'emissione di un minibond è mediamente superiore rispetto ad un finanziamento bancario di simili dimensioni, poiché solitamente l'impresa non dispone delle competenze in materia legale e finanziaria per affrontare da sola la valutazione preliminare e i successivi adempimenti richiesti, sia perché vi sono ulteriori costi presenti esclusivamente nei procedimenti di messa in circolazione di obbligazioni. A determinare il livello del prezzo concorrono due ordini di fattori. Da un lato vi sono i costi legati alla trasparenza che comportano la realizzazione di una serie di attività necessarie a fornire agli investitori tutte le informazioni utili a verificare il livello di rischio dell'investimento. Generalmente si tratta di spese una tantum che possono rappresentare un investimento anche per il futuro in termini di immagine e affidabilità sul mercato. Dall'altro lato va considerata la remunerazione del rischio per l'investitore. Non vanno infine dimenticati i costi amministrativi e consulenziali necessari a strutturare l'emissione e la successiva quotazione sul mercato di Borsa.

Per quanto riguarda la prima categoria di costi, vanno ricomprese le seguenti voci:

- la certificazione del bilancio; il costo indicativo per una PMI va da € 5.000 a € 15.000;
- l'accentramento dei titoli presso un ente autorizzato come Monte Titoli, che comporta un costo iniziale intorno ai € 2.000 e un costo a regime annuale di circa € 1.500 (ridotto del 50 per cento per emittenti di titoli già quotati su ExtraMOT PRO);
- eventuali atti notarili, ad esempio la modifica dello Statuto per le srl, e registrazioni di contratti;
- la gestione del sito internet con una eventuale sezione "Investor relations" e, in generale, dell'informativa richiesta dall'investitore e/o dal listino borsistico.

I costi amministrativi e consulenziali riguardano invece il coinvolgimento di soggetti esterni che affiancano l'impresa durante il processo di emissione[75]. Possono essere riassunti nei seguenti punti:

- consulenza di un advisor finanziario, il cui costo da va dallo 0,5 al 2 per cento del capitale collocato;
- nomina eventuale di un arranger (che può anche coincidere con l'advisor) con un costo che oscilla tra lo 0,5 e 1,5 per cento del capitale collocato;

[75] R. CALUGI, V. MORELLI, G. PAGLIETTI, *I mini-bond. Istruzioni per l'uso*, Consorzio camerale per il credito e la finanza, 2014, p. 79.

- coinvolgimento di uno studio legale per la redazione e/o verifica dei documenti;
- ottenimento di un codice BIC e del codice ISIN;
- emissione eventuale del rating; per il primo anno l'importo indicativo è fra i € 15.000 e i € 20.000, che si riduce per gli anni successivi;
- eventuale quotazione su un listino borsistico. Nel caso di ExtraMOT PRO[3] il costo è particolarmente contenuto: € 2.500 una tantum per strumento finanziario, che si riduce a € 500 se già quotato su altri mercati[76].

I costi fin qui illustrati sono fiscalmente deducibili nell'esercizio in cui vengono sostenuti e variano in funzione delle caratteristiche dell'impresa, della complessità dell'emissione e degli sforzi necessari al collocamento. Al di là di un'esatta quantificazione di tali costi, di difficile determinazione a causa dell'estrema varietà delle situazioni concretamente verificabili, resta il fatto che il loro insieme comporta comunque una maggiorazione non indifferente al tasso cedolare già elevato dei minibond.

Per quanto riguarda il tasso di interesse, la metodologia più utilizzata dai sottoscrittori per determinare il modello del rendimento minimo richiesto è il cosiddetto *yield to maturity* (YTM)[77], il quale costruisce il tasso addizionando vari

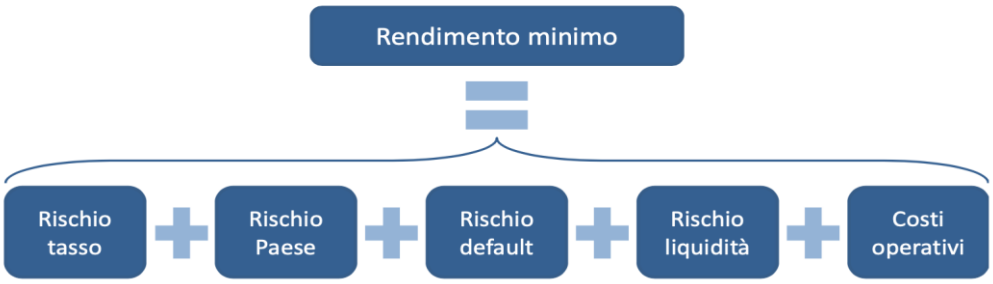
[76] Importi estratti da POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND, *6° Report italiano sui Minibond*, 2020, p. 32.
[77] COMMISSIONE STUDIO DIRITTO E PRATICA SOCIETARIA, ODCEC, *Minibond. Strumenti di debito alternativi*, Il Commerci@lista, Biella, 2014.

elementi, che rappresentano i diversi rischi e oneri che devono essere remunerati o coperti. I rischi che concorrono a formare il tasso sono:

- il rischio di tasso, ossia il rischio che subiscono tutti i titoli obbligazionari esposti per propria natura alle oscillazioni dei tassi di mercato. In particolare, se si fa riferimento alle imprese italiane va considerato anche il rischio Paese, legato alle dinamiche e alle previsioni della congiuntura economica nazionale;
- il rischio di insolvenza ossia la remunerazione per le perdite attese in conto capitale, calcolato combinando la *Probability of Default* (PD) che dipende dal rating dell'emittente, la perdita attesa in caso di default (*Loss Given Default* o LGD) che dipende dal grado di subordinazione dell'emissione, e l'esposizione attesa al momento del default (*Exposureat Default* o EAD) che dipende dal piano di rimborso del debito. Per le emissioni *bullet* l'EAD è al 100%, mentre la PD e LGD vengono stimati in base a dati storici, rappresentativi delle PMI italiane, sulla base della curva delle perdite attese per i diversi livelli di rating assegnati;
- il rischio di liquidità, ovvero il rischio di non poter smobilizzare il minibond fino a scadenza se non al costo di un forte sconto sul prezzo di vendita. Essendo uno strumento piuttosto illiquido l'investitore qualificato opera con una logica di *buy and hold*, tenendo cioè il titolo in portafoglio fino a naturale scadenza dello stesso.

Inoltre, non va dimenticata la volontà dell'investitore di assicurare la copertura di tutti i costi operativi stimati in base alle caratteristiche dello strumento (struttura della selezione, consulenze legali, ecc).

Figura 20 *– Schema di costruzione del rendimento minimo*



Fonte: ODCEC

Quanto appena descritto sono le cinque componenti la cui somma rappresenta il rendimento minimo richiesto dall'investitore. Il rendimento finale sarà poi il risultato di una negoziazione tra le parti, considerando anche *covenant* più o meno stringenti e le opzioni stabilite. Nel caso di *covenant* stringenti con opzione put a favore dell'investitore, il rendimento finale sarà in linea con il rendimento minimo. Nel caso di *covenant* poco stringenti o con opzioni call a favore dell'emittente, il rendimento richiesto dall'investitore può essere più elevato del minimo. Al mancato rispetto di *covenant*, sia di natura finanziaria che non, seguono inevitabilmente, nei confronti dell'impresa emittente, una serie di eventi, provvedimenti, sanzioni sfavorevoli; è importante, dunque, che i *covenant*

vengano fissati in maniera tale da poter essere costantemente riconducibili a dati oggettivi, misurabili e non manipolabili, al fine di evitare ogni possibile contestazione

Il tasso di interesse riconosciuto agli investitori viene pertanto deciso in un processo di negoziazione tra investitore, arranger e l'azienda emittente assistita dall'advisor. L'intermediario deve individuare il *fair price* del rendimento dell'emissione, agevolando e stimolando l'incontro di domanda e offerta a un prezzo coerente rispetto alla situazione economico patrimoniale dell'emittente, alle prospettive di sviluppo, al confronto con i competitors. La cedola finale non risulta competitiva rispetto al credito bancario; essa sconta infatti le criticità delle imprese emittenti, dimensioni ridotte e pertanto rischio di default maggiore rispetto ai grandi emittenti.

In una valutazione generale dei costi, determinante è sicuramente l'importo dell'emissione, in quanto un maggior taglio consente di raggiungere una sorta di economia di scala, permettendo di abbassare il costo medio da sostenere. In quest'ottica andrebbero evitate operazioni d'importo unitario inferiore ai 3 milioni, in cui l'impatto dei costi *one-off* (legati alla serie di adempimenti obbligatori) renderebbe poco conveniente il ricorso al minibond.[78] In quest'ottica è fondamentale l'intervento, in fase di valutazione dell'operazione, da parte degli

[78] F. CORTESE, L. DI NALLO, E. RENZULLO, *Le condizioni per la diffusione dei minibond*, IPE Business School, 2016, p. 20.

intermediari, i quali dovrebbero avere l'obbligo morale di consigliare al meglio le proprie controparti, correlando nel miglior modo i costi con le prospettive conseguenti all'operazione di indebitamento.

Certamente il collocamento del minibond ha un costo complessivo elevato, di non poco superiore alle altre forme di finanziamento, poiché si tratta di un'operazione *tailor made* sulle esigenze dell'azienda e quindi sconta una rischiosità insita maggiore; i costi rappresentano il "contro" più rilevante per le imprese emittenti. I vantaggi dello strumento in questione non possono pertanto essere rinvenuti in motivazioni di stretta convenienza economica. Tuttavia, secondo chi decide di intraprendere questo percorso, la maggiorazione dei costi viene compensata dai vantaggi, che a lungo termine possono risultare superiori. Infatti, affinché lo strumento sia attrattivo non è necessario che il costo sia inferiore alle forme di finanziamento alternative, in quanto il minibond presenta dei vantaggi che possono concretizzarsi in maggiori ricavi/minori costi nel futuro, come un minor costo dell'affidamento, un risparmio sui costi di marketing, il raggiungimento di un numero più alto di investitori. È anche vero però che i costi in questione e gli altri limiti dello strumento devono essere ben considerati prima dell'inizio del processo, così da valutare se l'impresa sia o meno in grado di gestirli.

Proseguendo nella trattazione degli ostacoli da fronteggiare ai fini dell'emissione, va sicuramente citato lo sforzo che la PMI deve affrontare nella diffusione di informazioni sensibili, che altrimenti difficilmente avrebbe condiviso. Il ricorso ai

mercati finanziari, attraverso l'emissione di minibond, rende necessaria una maggiore trasparenza sui dati finanziari, al fine di garantire maggiore tutela agli investitori e stabilità al mercato[79]. È necessario che le imprese condividano le informazioni e i dati sensibili, che, scegliendo un'altra forma di finanziamento, non sarebbero costretti a divulgare. Le imprese italiane, in particolare le PMI, in funzione delle tipicità evidenziate, sono restie dal condividere questo tipo di informazioni. Per questo motivo si riscontra un'informativa fornita dalle imprese non sempre esaustiva e anzi molto spesso lacunosa[80]. Le imprese si trovano quindi a dover fare i conti con una riorganizzazione del sistema informativo aziendale che le permetta di gestire e elaborare le informazioni sensibili da condividere. Infatti, un'informativa completa ed esauriente è uno strumento molto importante, utile all'investitore per avere un'idea quanto più possibile chiara dell'operazione e per comprenderne a pieno il rischio insito. La necessità di aumentare la trasparenza, non solo sui bilanci ma in particolar modo anche sui progetti che si intendono finanziare e sugli obiettivi da raggiungere, è di essenziale rilevanza in quanto più informazioni sono disponibili agli investitori, maggiori sono le possibilità di ottenere dei finanziamenti.

Per gli investitori qualificati che sottoscrivono minibond si tratta in ogni caso di un mercato ancora molto illiquido. Ciò significa che i titoli obbligazionari

---

[79] F. PANETTA, *Un sistema finanziario per la crescita*, 2014.

[80] F. CORTESE, L. DI NALLO, E. RENZULLO, *Le condizioni per la diffusione dei minibond*, IPE Business School, 2016, p. 24.

sottoscritti vengono generalmente tenuti fino alla scadenza[81]. Tale elevata illiquidità comporta per gli investitori coinvolti l'esigenza di un'approfondita attività di due diligence sulla PMI da finanziare, che presuppone una forte interazione con la stessa, per una valutazione articolata che tenga conto del settore, del posizionamento competitivo, della corporate governance, della strategia, della struttura del capitale, degli equilibri economico-patrimoniali finanziari storici e prospettici[82]. Questo comporta un'analisi ancora più approfondita sull'impresa emittente e richiede uno sforzo da parte della stessa che non va sottovalutato, non essendo abituata a dover subire tale esposizione.

Si sostiene inoltre essere un ulteriore limite dei nuovi titoli obbligazionari quello riguardante le caratteristiche delle imprese beneficiarie della nuova normativa. Infatti, una categoria di aziende che non può beneficiare dei minibond sono le microimprese. Queste sono escluse e l'ambito potenziale al quale gli investitori potrebbero affacciarsi, con l'ingresso delle microimprese, rappresenta più del 90 per cento del tessuto produttivo italiano. Presumibilmente però il legislatore ha preferito svolgere un processo graduale iniziando con aziende che presentano un profilo di rischio maggiore rispetto alle grandi società quotate, ma comunque limitato da una struttura economica e patrimoniale non irrisoria. Tale esclusione in

---

[81] R. CULICCHI, J. PUNA, *I nuovi strumenti di finanziamento per le imprese: i c.d. Mini-bonds*, Dirittobancario, 2014.

[82] I. GANDINI, *Le forme non tradizionali di finanziamento all'impresa: i minibond*, Commissione diritto dell'impresa, Roma, 2018.

realtà si concilia bene con la scelta della tipologia di investitori che, seppur professionali, sarebbero sottoposti a rischi troppo elevati.

Un risvolto di non poco conto derivante dalla scelta di emissione di minibond risiede nel doversi confrontare con ambienti "lontani" da una piccola impresa. Essa si trova infatti a dover interagire con investitori qualificati, i quali devono decidere se investire o meno nell'azienda, in base alle sue prospettive future e alla capacità della stessa di valorizzarsi. L'impresa deve convincere della propria qualità più soggetti, spesso lontani dalla realtà aziendale e settoriale, attraverso uno sforzo sia in termini di trasparenza e comunicazione sia nella predisposizione di un valido piano di crescita da finanziare[83].

A tale scopo è necessario che il responsabile amministrativo e finanziario dell'azienda sia adeguatamente preparato; come già visto questa è una circostanza che raramente si verifica nelle piccole e medie imprese, dove spesso alla funzione finanziaria non viene data la giusta importanza e il responsabile finanziario, ammesso che ce ne sia uno, non ha le qualifiche adatte. Si tratta infatti spesso di una figura con competenze limitate alla realtà che ha vissuto fino a quel momento, ma solitamente non abbastanza preparato, in termini finanziari e di esperienza, ad affrontare tutta quella serie di impegni previsti dall'emissione. Si ritrova infatti a dover affrontare degli investitori qualificati da convincere rispetto l'appetibilità

[83] A. MEIANI, L. RIZZI, D. SABATINI, *Guida ai mini bond: Strumenti innovativi per la finanza delle Pmi*, Bancaria Editrice, Roma, 2015.

dello strumento e dunque delle prospettive positive di crescita. Il problema per gli investitori è infatti costituito dall'opacità dell'operazione: poca trasparenza informativa sulle caratteristiche e sui dati di bilancio dell'emittente e sfiducia da parte degli investitori nei riguardi delle PMI che fronteggiano alti livelli di concorrenza e hanno prospettive di crescita limitate.

La richiesta di tutte le informazioni viste nell'iter è volta anche a tutelare il mercato e gli investitori assicurando i medesimi un'adeguata conoscenza delle vicende che riguardano l'emittente, sulle quali basare le proprie decisioni di investimento. Oltre a dover interloquire con gli investitori, c'è tutto un processo che comporta gli impegni visti (l'adozione di procedure per la gestione delle informazioni e la loro comunicazione all'esterno, per la gestione dei rischi finanziari e operativi, il rispetto dei *covenant*, l'eventuale quotazione, …) che sconvolge la realtà della piccola e media impresa. Affinché l'azienda riesca ad affrontare la procedura di emissione, è necessario che sia ben strutturata, abbia una funzione finanziaria, il cui apporto non sia circoscritto a meri fini di tesoreria e di gestione delle scadenze, ma anche quello di interpretare in ottica dinamica e finanziaria i piani strategici dell'impresa. Se così non fosse l'azienda si trova a dover creare da zero questi elementi, con tutte le difficoltà del caso.

La scelta del minibond va pertanto a scontrarsi con la realtà delle PMI italiane, caratterizzate da scarsa cultura manageriale, dove l'imprenditore spesso ricopre anche la carica di manager ed è restio ad avvalersi di professionisti, a causa della

diffidenza nutrita nei loro confronti e del desiderio che la proprietà rimanga in ambito familiare[84]. Il dover affrontare tutto il processo di emissione le costringe ad uno sforzo che, se non indirizzato a successive quotazioni o crescite, rimane fine a sé stesso ed eccessivamente impegnativo per le stesse.

Si verifica inoltre una maggiore difficoltà di rinegoziazione del debito obbligazionario rispetto al debito bancario, il che può indurre le imprese più rischiose a limitare il ricorso al mercato obbligazionario preferendo le banche.

Un'ulteriore criticità legata ai minibond nelle PMI è la difficoltà nell'attrarre alcune tipologie di investitori professionali che tipicamente considerano delle soglie minime di investimento piuttosto alte. La taglia di emissione di un minibond può invece essere anche molto piccola. Per risolvere questo problema è nata la fattispecie del *basket bond*[85]. Consiste nell'accordo tra alcune imprese per organizzare delle emissioni "sincronizzate" rispetto alle scadenze, che vengono sottoscritte interamente da un veicolo costituito appositamente, il quale a sua volta si finanzia sul mercato con un'emissione di *Asset backed securities* (ABSs) che hanno come sottostante i singoli crediti. Gli investitori finali così acquistano i titoli cartolarizzati da un paniere diversificato, che però raggiunge una somma consistente. Il vantaggio è che ogni emittente risponde per sé e può fare emissioni

[84] F. CORTESE, L. DI NALLO, E. RENZULLO, *Le condizioni per la diffusione dei minibond*, IPE Business School, 2016, p. 17.
[85] POLITECNICO DI MILANO - OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP FINANCE & INNOVATION, *3° Quaderno di ricerca – La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, 2020, p. 16.

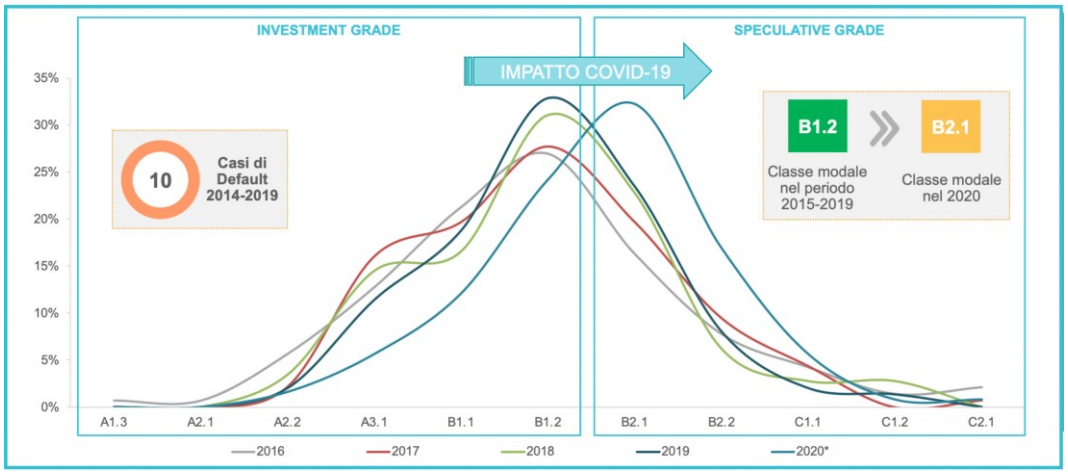
piccole o molto piccole. Fare un'operazione più piccola permette di rendere meno ingessato il bilancio di chi emette e più liquido il mercato dei minibond.

Questo tipo di operazione è utile sia per diversificare il rischio (inserendo nel paniere obbligazioni di imprese appartenenti a settori differenti) e raggiungere somme interessanti per gli investitori che altrimenti difficilmente guarderebbero al mercato dei minibond, sia per coinvolgere aziende minori che intendono mettersi in gioco sfruttando questo gioco di forza con le altre emittenti. I basket bond permettono quindi di far fluire denaro dalle casse dei grandi risparmiatori istituzionali (fondi comuni, assicurazioni, banche, ecc.) alle società target. È un risvolto molto importante in quanto si tratta di capitali che difficilmente sarebbero arrivati alle piccole e medie imprese non quotate[86]. Questo sembra essere il trend recente e che con alta probabilità si svilupperà ulteriormente in futuro.

Oltre a ciò, l'effetto Covid-19 ha aggravato il merito di credito delle aziende emittenti: il Cerved Rating Agency afferma che il rating più frequente (la moda) delle emissioni dell'anno in corso è B2.1 contro il B1.2 del periodo 2015-2019. È avvenuto un salto importante da una classe *investment grade* a una *speculative grade.* Il seguente grafico mostra come si è spostata la distribuzione di frequenza dei rating nel corso degli anni, con riferimento alle nuove emissioni di ciascun anno.

[86] G. CANDITA, *Minibond: una chance in più per le PMI in cerca di finanziamenti*, IPSOA Quotidiano, 2019.

Figura 21 *– Evoluzione del rating negli anni*



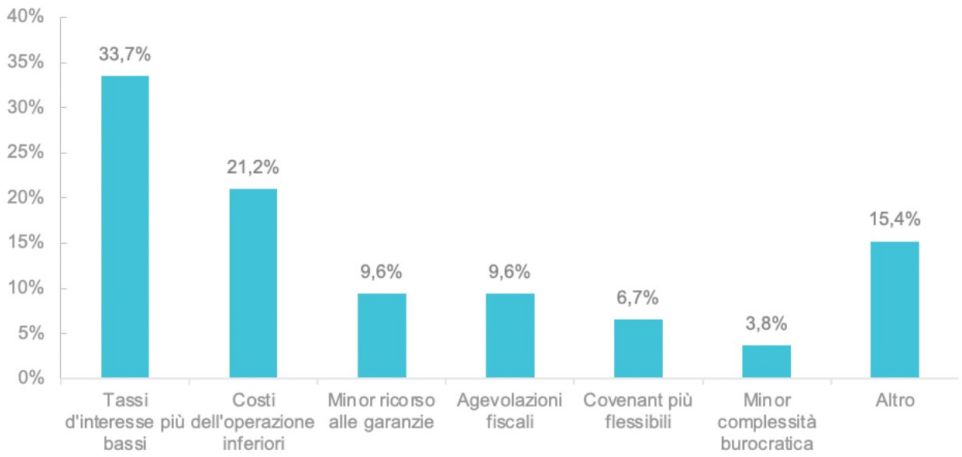
Fonte: Cerved Rating Agency

Nonostante ciò, sulla base di un'indagine condotta da Cerved Rating presso gli emittenti di minibond monitorati, Fabrizio Negri[87] dichiara: *"risulta che la quasi totalità del campione ha giudicato in maniera positiva l'esperienza legata all'operazione di emissione obbligazionaria e che il fatto di aver ottenuto un rating ha portato una serie di vantaggi, tra i quali la possibilità di accesso ai mercati finanziari e la spinta a creare in azienda una cultura finanziaria e una struttura organizzativa e finanziaria più idonee a interfacciarsi con gli investitori. Proprio per questi motivi, in molti casi finisce in secondo piano il fatto che in media i tassi applicati ai minibond siano ancora alti rispetto alla media dei tassi che si possono spuntare con il credito bancario"*.

[87] Amministratore delegato della Cerved Rating Agency, nell'articolo di Bebeez.it, *Minibond, l'effetto Covid si vede già nel rating*, 2020.

Osservando il grafico seguente è possibile estrapolare molteplici spunti di riflessione, che ci fanno capire come sia percepito il minibond dalle emittenti e gli elementi che, se migliorati, contribuirebbero a una maggiore diffusione di questo strumento. Le emittenti richiedono: tassi di interesse e costi complessivi più bassi, minori richieste di garanzie, l'introduzione di agevolazioni fiscali ad hoc, *covenant* più calati sulle realtà aziendali dei singoli emittenti, minore complessità burocratica.

Figura 22 *– Fattori che potrebbero incentivare il ricorso al minibond*



Fonte: Cerved Rating Agency

Alla luce delle considerazioni sviluppate fino ad ora, appare chiaro come l'emissione di un minibond richieda un cambiamento radicale per le emittenti in ambito di trasparenza, comunicazione, economico-finanziario, governance. L'apertura al mercato dei capitali comporta per le imprese un salto di qualità in

termini di rapporto impresa-mercato. Ciò è possibile attraverso il passaggio da un modello tradizionale, principalmente in Italia quello a conduzione familiare, ad un modello più evoluto e aperto alla partecipazione di nuovi soggetti come sottoscrittori di capitale di debito. Questo cambiamento, nel contesto del nostro Paese, non è di facile attuazione, in quanto le PMI italiane, abituate a standard di proprietà chiusa, dovrebbero rinunciare a benefici quali la bassa trasparenza, la limitata informazione e la discrezionalità decisionale. Nonostante i progressi fatti le indagini relative all'accesso delle PMI alle fonti di finanziamento disponibili mostrano come l'indebitamento bancario rappresenti ancora lo strumento maggiormente utilizzato. Questa eccessiva dipendenza è anche la risultate di una cultura di chiusura all'ingresso societario di investitori qualificati e costituisce un ostacolo allo sviluppo dimensionale delle imprese stesse e al consolidarsi di canali alternativi al circuito bancario[88]. Sembra che l'indirizzo recente sia quello di indurre questo tipo di imprese a fare uno sforzo e condurle verso la disintermediazione bancaria. Si sta assistendo ad un'inversione di tendenza guidata da un sempre maggiore interesse mostrato dalle imprese, i risparmiatori, le istituzioni verso il mercato dei capitali, che va a scalfire quello che finora è stato un sistema bancocentrico. Bisognerebbe però capire se le imprese che caratterizzano il nostro Paese, come delineate nei primi capitoli, siano o meno

[88] A. BAGLIONI *et al.*, *Educazione finanziaria in Italia: a che punto siamo?*, Osservatorio Monetario 2/2019, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano.

pronte a tutto questo. Nel capitolo successivo si andrà a studiare un caso aziendale che ha scelto questa forma di finanziamento.

CAPITOLO 4

IL CASO AZIENDALE

4.1. LA METODOLOGIA DI RICERCA

Nel presente capitolo si andrà ad analizzare un caso scelto, rappresentativo dell'indagine che si vuole svolgere: capire qual è l'impatto strategico e organizzativo che la scelta del minibond ha su una piccola media impresa e se sia o meno uno strumento adatto a finanziare queste realtà. Lo scopo è capire se il modello disintermediato sia o meno sostenibile per la piccola impresa e se, pertanto, sia giusto assecondare questo indirizzo che sta portando ad un sempre maggiore ricorso agli strumenti di finanza alternativa.

Sulla base di tale obiettivo ho scelto la via del caso studio in quanto "*viene usato specialmente in quelle situazioni in cui le variabili da osservare sono molteplici, quindi sono necessarie molte fonti di dati, auspicabilmente triangolabili, e beneficia del precedente sviluppo di proposizioni teoriche che guidano la raccolta e l'analisi dei dati*" (Yin, 2003, pp. 13-14). Il metodo dello studio di caso rientra tra i metodi di ricerca qualitativa, cioè una ricerca che usa tecniche di raccolta dei dati (es. l'osservazione partecipante, l'intervista) e di analisi di dati che non sono quantitativi (ossia basate su formule matematiche, statistiche)[89].

[89] M. S. CHIUCCHI, *Il metodo dello studio di caso nel management accounting*, Giappichelli Editore, Torino, 2012.

Ho scelto una media azienda che ha emesso minibond nel 2015 e ho cercato di analizzare come fosse andato il processo di emissione. L'azienda in questione è stata scelta poiché ho svolto lì il mio stage curricolare e in occasione dello stesso ho appreso il fatto che avessero emesso minibond tempo addietro. Il tema mi ha incuriosito e dunque ho iniziato a cercare informazioni sull'emissione in questione. Ho innanzitutto trovato sul sito della Borsa Italiana il documento di ammissione alla negoziazione degli strumenti finanziari sul Segmento Professionale del Mercato ExtraMOT. Nel documento ho potuto acquisire informazioni circa i fattori di rischio relativi all'emittente, connessi al settore in cui l'emittente opera e relativi alle obbligazioni. Sono inoltre riportate informazioni sull'uso dei proventi derivanti dall'emissione, i quali si sostiene verranno utilizzati "per finanziare esclusivamente il proprio fabbisogno generale di cassa, ivi incluso quello relativo allo sviluppo dell'attività secondo le linee guida del business plan predisposto di volta in volta. In ogni caso tali fondi non saranno utilizzati per il rifinanziamento e/o rimborso di alcun indebitamento finanziario"; ci sono poi informazioni sulla sua struttura organizzativa, i principali azionisti e informazioni finanziarie. Sempre dal sito di Borsa Italiana ho trovato il *Product Sheet* dove sono ricapitolate tutte le caratteristiche dell'emissione suddivise in: *issuer characteristics*, *bond characteristics* e *trading characteristics*. Ulteriori informazioni circa l'emissione le ho trovate sul sito dell'advisor il quale riporta dati finanziari e grafici, stralci di conto economico, stato patrimoniale e gli

indicatori più rilevanti. La conferma dei dati in esame l'ho ottenuta dai documenti caricati nell'apposita sezione "Investor relation" sul sito web dell'impresa, da cui ho estrapolato, tra gli altri, anche i bilanci relativi all'anno dell'emissione e la comunicazione del rating da parte di Cerved. L'evoluzione del rating durante gli anni del prestito l'ho verificata anche dal sito di Cerved dove è possibile ricercare una determinata azienda e tutti i rating a lei assegnati. Ho inoltre analizzato il regolamento del prestito obbligazionario da cui sono state estrapolate le caratteristiche dell'emissione: importo, interessi, garanzie, rimborso, *financial covenants*, impegni dell'emittente, ecc.

Si tratta di un'azienda non quotata, che ha scelto la via del minibond nei primi anni successivi alla loro introduzione sul mercato da parte del Governo, anni in cui non erano ancora molto diffusi, soprattutto nella realtà locale. Questa circostanza mi ha incuriosito e volendo andare a fondo ho proceduto con delle interviste, volte a capire le intenzioni alla base della scelta, l'articolazione del processo e gli impatti avuti sull'organizzazione. A tal fine ho elaborato un questionario a domande aperte da sottoporre al responsabile amministrativo e finanziario dell'azienda. Ho scelto questa tipologia di questionario perché in primo luogo, l'intenzione era di effettuare poche interviste a soggetti selezionati e, in secondo luogo, il mio obiettivo era far parlare a ruota libera l'intervistato così che si sentisse libero di esprimere opinioni e pensieri circa l'esperienza vissuta. Si sostiene infatti che le domande aperte siano più adatte nel caso in cui la

motivazione è elevata, cioè se si tratta di un argomento importante per l'intervistatore. Era infatti questo il caso, poiché l'intervistato, in occasione dello stage, mi aveva detto di essersi occupato lui stesso di avviare e seguire l'intero processo. Nell'elaborazione delle domande ho dato un ordine in base al quale inizialmente ho inserito domande generali (utili a capire il tipo di azienda, la struttura, la forma giuridica, …), poi domande circa l'operazione fatta (come è nata, a chi si sono rivolti, qual era la motivazione alla base del collocamento, …) e infine domande sugli impatti positivi e negativi che l'esperienza in questione ha avuto sull'organizzazione e sull'impresa in generale (quali sono stati i principali costi, i benefici, i cambiamenti, …).

La prima intervista è stata faccia-a-faccia, è avvenuta a novembre e si è rivelata un'intervista che Fattore[90] definisce libera, ossia il caso in cui la persona intervistata è stimolata da una serie di domande, che possono variare da intervista a intervista e che vengono formulate in funzione dell'andamento dell'intervista stessa. L'intervista faccia-a-faccia presenta infatti diversi vantaggi: i tassi di risposta possono essere più alti rispetto ad altri metodi, i questionari possono essere più lunghi e con domande più complesse, l'intervistatore ha un controllo diretto sulle reazioni dell'intervistato e può intervenire per fornire chiarimenti.

Volendo poi sentire un ulteriore parere in merito alla questione si è proceduto ad intervistare anche l'advisor dell'operazione. Ho inviato un'e-mail all'*associate* del

[90] G. FATTORE, *Metodi di ricerca in economia aziendale*, Egea, Milano, 2005, p. 109.

team, il quale mi ha dato la sua disponibilità per un'intervista. Questa è avvenuta telefonicamente e, anche in questa circostanza, le domande erano aperte ed erano state precedentemente preparate. In questa occasione ho potuto fare anche domande più generali per capire il suo parere rispetto all'utilizzo di questo strumento da parte delle piccole imprese e il grado di diffusione dello stesso.

Infine, a dicembre ho inviato ulteriori domande al responsabile amministrativo e finanziario dell'azienda, questa volta più specifiche e alle quali ha risposto tramite e-mail.

4.2. PRESENTAZIONE DEL CASO

L'azienda esaminata è un'azienda agricola classificabile di medie dimensioni[91], operante nel settore vitivinicolo e costituita nel 1964. Il fatturato realizzato nell'anno dell'emissione (2015) era di circa € 22 milioni, un totale attivo di circa € 50 milioni e n. 70 dipendenti. Il mercato italiano contribuisce al fatturato per il 46,5 per cento, mentre quello estero con il 53,5 per cento. Il settore di appartenenza è caratterizzato da un'elevata presenza di piccole società a carattere artigianale e di cooperative di viticoltori, che operano a livello locale. Ci sono anche grandi gruppi a capitale estero e nazionale. Il 2015 per il settore è stato un anno di ripresa a seguito della vendemmia negativa verificatasi l'anno precedente,

[91] Ai sensi dell'articolo 2 *Effettivi e soglie finanziarie che definiscono le categorie di imprese*, Raccomandazione della Commissione Europea del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese n. 2003/361/CE (G.U.U.E. n. L124/36 del 20 maggio 2003).

in quasi tutte le regioni. Il livello di concentrazione del settore appare basso (le prime quattro aziende italiane detengono circa l'11 per cento della produzione in valore) per l'elevata frammentazione dell'offerta, il che porta le aziende a subire una forte concorrenza. L'azienda in questione presenta comunque una dimensione d'affari nettamente superiore alle concorrenti regionali. La distribuzione in Italia avviene principalmente attraverso il canale GDO e Ho.Re.Ca. All'estero ha costituito società commerciali in Cina, India e Stati Uniti, oltre ad aver stretto accordi con importatori in Olanda, Svezia e UK. L'azienda ha una gamma di prodotti estremamente articolata per qualità, tecnologia e contenitori e vanta una forte identità del suo brand.

Per quanto riguarda la struttura finanziaria, l'indice di indebitamento è pari a 2,32, il rapporto PFN/PN pari a 1,94 e il PFN/EBITDA pari a 6,90; si tratta di valori che hanno richiesto margini di miglioramento in ottica del rispetto dei *covenant* finanziari disposti dal prestito obbligazionario.

Figura 23 *– Covenant finanziari*

COVENANT	31/07/2016	31/07/2017	31/07/2018	31/07/2019	31/07/2020
PFN / P.N.	1,8x	1,8x	1,6x	1,6x	1,6x
PFN / EBITDA	5x	4,5x	4,0x	3,5x	3,5x

Fonte: Rating pubblico – Cerved Rating Agency

Per quanto riguarda le relazioni creditizie a breve termine, la società intrattiene rapporti con una pluralità di istituti di credito, avvalendosi di un mix di affidamenti.

Passando all'analisi del minibond l'azienda, nel 2015, ha deliberato l'emissione di un prestito obbligazionario costituito da 50 obbligazioni non convertibili ad un tasso nominale annuo lordo fisso del 6,375 per cento, aventi valore nominale unitario di € 100.000,00. L'importo nominale complessivo del prestito ammonta a € 5.000.000,00 con durata di cinque anni (scadenza il 29 maggio 2020). Le obbligazioni sono munite di dieci cedole di interessi con scadenza semestrale 29 maggio – 29 novembre di ogni anno e sono state immesse nel sistema di gestione accentrata presso Monte Titoli S.p.A. in regime di dematerializzazione. Quotate sul segmento professionale di ExtraMOT, senza garanzia e con modalità di rimborso *amortizing*. L'intero ammontare del prestito è stato sottoscritto in data 29 maggio 2015 dal fondo comune di investimento mobiliare chiuso riservato ad investitori qualificati denominato "Pioneer Progetto Italia" della Pioneer Investment Management SGRpA, oggi diventata Amundi SGR S.p.A.

Il rating assegnato da Cerved Rating Agency S.p.A. all'emittente era di B1.1 che qualifica l'azienda come "*caratterizzata da un'adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari, che potrebbe risentire di mutamenti gravi ed improvvisi del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è contenuto*". Ho però poi appurato dal sito Cerved che il rating è

cambiato negli anni passando dal B1.1 nel 2015, a B1.2 nel 2016 a B2.1 nel 2017 ed infine è stato ritirato. Pertanto, è avvenuto un passaggio dall'area "solvibilità" a "vulnerabilità" della Master Scale Cerved Group Rating.

Dall'intervista al responsabile amministrativo e finanziario è emerso che la scelta di ricorrere al minibond nasce dalla situazione creditizia piuttosto critica venuta a svilupparsi all'epoca dell'emissione. A causa di aggregazioni fra banche e crisi delle stesse, l'azienda ha subito una progressiva riduzione degli affidamenti. Per questo, già nel 2015, si è trovata in una situazione di difficoltà e si sono rivolti a "*quelle che erano le nuove opportunità della finanza*", così definite dall'intervistato. "*La spinta forte è stata la necessità di reperire una fonte di finanziamento che mancava*". La volontà di rivolgersi a questo nuovo strumento emerge pertanto a seguito di un'esigenza di tipo finanziario, derivante dalla mancata concessione di prestiti da parte del canale bancario e non risolvibile in altro modo nella realtà locale. Inizialmente si sono rivolti ad una banca che però, nel giorno stesso in cui avrebbe dovuto approvare il prestito obbligazionario è stata dichiarata fallita. Perciò, a gennaio 2015, si sono rivolti a una società di consulenza specializzata che si è occupata di tutta l'informativa necessaria: due diligence, prospetto informativo, budget, ecc.

"*Il minibond richiede però delle incombenze notevoli*" sostiene il responsabile il quale ricorda che "*va approvato dal Consiglio di Amministrazione alla presenza di un notaio [...], è poi necessario tenere annualmente l'Assemblea degli*

Obbligazionisti, fornire annualmente la relazione completa all'investitore circa l'andamento dell'azienda, […]. Va poi considerata tutta la documentazione da fornire per la quale è di fondamentale importanza essere guidati da qualcuno". Infatti, in aggiunta all'advisor finanziario, si sono rivolti ad uno studio legale di Roma, il quale si è occupato del contratto con tutte le condizioni del caso, dei covenants, ecc.

"*Siamo stati la prima cooperativa ad averlo fatto perché le incombenze amministrative sono tante*".

A seguito di questa affermazione ho allora domandato se ne valesse la pena affrontare i numerosi impegni e la risposta è stata la seguente: "*vale la pena se sei un'azienda di un certo livello altrimenti non è fattibile*." Ribadisce il fatto che il tasso è solo una delle spese da sostenere e che vanno ammortizzate per tutta la durata del prestito. "*L'incombenza amministrativa e organizzativa è notevole, nel senso che ci ha tolto due mesi di tempo qua dentro, in cui abbiamo fatto solamente quello. Questo lo puoi fare solo se hai una struttura capace di reggere, che te lo permetta*". L'azienda si ritiene avvantaggiata in questo senso grazie alle molteplici certificazioni di qualità che periodicamente li costringe a creare una determinata modulistica che, in questo caso però, ha agevolato il lavoro. Inoltre, ribadisce che se si riesce ad ottenere un prestito di una certa entità, il costo poi va a spalmarsi ed è più facilmente affrontabile.

Per quanto riguarda il tasso di interesse, con la garanzia da parte di ISMEA[92] si sarebbe dovuto abbassare al 5,25 per cento, ma non sono riusciti ad ottenerla. Nonostante ciò, hanno ritenuto che il tasso applicato fosse in linea con quelli delle emissioni effettuate all'epoca.

Uno dei riflessi positivi riportato dal responsabile sono state le numerose competenze apprese e i contatti ottenuti grazie all'emissione del minibond e grazie alla partecipazione assidua alla Borsa Italiana a Milano. Grazie a quest'esperienza hanno potuto iniziare a conoscere le dinamiche dei vari finanziamenti. "*Conoscendo questi ambienti si riesce ad entrare in dinamiche totalmente diverse rispetto a quelle a cui si è abituati*". Sostiene che se ci si limita al canale bancario c'è un certo iter da seguire obbligatoriamente, mentre se si allargano gli orizzonti si riesce "*ad andare al nocciolo duro della situazione*" e in questo senso è fondamentale l'appoggio di una società esperta.

Sulla scia di questa emissione, lo scorso anno ne hanno effettuata un'altra, questa volta alla Borsa di Vienna, dove è possibile finanziare nuove società (hanno infatti creato appositamente una start up). Dichiara inoltre che qualora ce ne dovesse essere bisogno sono disposti ad effettuare ulteriori emissioni di minibond, dato che oramai sanno come muoversi e hanno dei punti di riferimento già collaudati.

Racconta inoltre che avevano tentato già l'esperienza del prestito obbligazionario nel 2013, di importo minore e senza l'aiuto di soggetti esterni. Quell'occasione

[92] Istituto di Servizi per il Mercato Agricolo Alimentare

era stata presa come una sperimentazione dello strumento, per capire come affrontarlo e imparare a gestire una situazione del genere. Erano però riusciti a raccogliere poco capitale dato che era stato poco pubblicizzato.

Alla domanda relativa a quali cambiamenti hanno potuto osservare a seguito dell'emissione dichiara di non aver avuto un grande sconvolgimento a livello organizzativo, dovuto al fatto che erano già piuttosto ben organizzati. Si è manifestata tuttavia una trasformazione positiva nei rapporti con gli istituti bancari derivante dal miglioramento della situazione finanziaria dell'impresa. Oltre a ciò, hanno rilevato anche un aumento di visibilità. Sono infatti stati citati su vari articoli, sul Sole 24 Ore, sul sito di Borsa Italiana, ecc. Pertanto, hanno riscontrato una pubblicità a livello nazionale importante e questo "*ti permette di fare un salto di qualità*", derivante da un incremento della fiducia nell'azienda. Il fatto che dei fondi di investimento di rilievo internazionale decidano di investire su una media impresa, dà credito alla stessa ed è conseguenza del fatto che questi intravedano in lei prospettive buone e rendimenti positivi. Questo contribuisce ad uscire in parte dall'ambito di vita tipico dell'impresa, che ormai non riesce più a soddisfarla. Per concludere, il responsabile definisce quest'esperienza come "*una cavalcata entusiasmante*" perché ha permesso loro di conoscere una realtà prima apparentemente lontana, ma che d'ora in poi si rivelerà certamente utile.

Nell'intervista rivolta invece all'advisor finanziario ho avuto la conferma della motivazione che ha spinto l'impresa a intraprendere l'emissione di minibond. In

merito a questo ho chiesto se il caso in cui un'impresa decida di emettere minibond per motivi prettamente di esigenza finanziaria sia sufficiente a giustificare la scelta o se piuttosto alla base debbano esserci comunque dei progetti di crescita ben delineati. La risposta è stata "*Ogni storia è a sé stante. Non si può generalizzare: ci sono casi dove l'impresa è spinta dall'esigenza, come questo, altri in cui viene fatto in prospettiva di una quotazione. Dipende dal caso."* Indipendentemente da questo a suo parere è comunque utile, in quanto si tratta di una palestra che permette di affacciarsi ad una realtà nuova. "*Il costo opportunità dipende da caso a caso ma tendenzialmente è un'opportunità positiva di crescita per l'azienda*".

Ho poi chiesto un parere rispetto all'utilità dello strumento in questione e se fosse o meno adatto alla realtà delle PMI e mi è stato risposto che sicuramente è uno strumento che sta diventando sempre più flessibile e sempre più adattabile alle imprese che scelgono questa via per finanziarsi. Certo è però che comporta un impegno notevole. Ecco perché recentemente il mercato va sempre più verso operazioni non quotate in borsa, che permettono di sostenere costi minori, e verso operazioni di direct lending dove non vi è lo strumento finanziario minibond ma si tratta di un contratto di finanziamento molto più semplice e maggiormente adatto ad aziende di minori dimensioni. Si tratta sempre di uno strumento alternativo al canale bancario ma più adattabile a quelle aziende non ben strutturate come quella in questione. A suo parere il cambiamento più dirompente per le imprese emittenti

è l'avere a che fare con un investitore terzo che ha esigenze di disclosure costanti, più frequenti rispetto alla verifica annuale dei conti.

4.3. L'ANALISI CRITICA

Volendo ora svolgere un'analisi critica di quanto detto finora è bene partire dalla teoria riportata nei primi capitoli. Si è partiti inizialmente dalla situazione in cui operano le piccole e medie imprese italiane e dalle loro peculiarità, per poi passare ad una descrizione puntuale dello strumento minibond. In questa sede ho analizzato quali fossero, secondo la letteratura, i risvolti positivi e negativi nella scelta di questa via per le imprese, focalizzando l'attenzione sugli impatti che una decisione del genere comporta, a livello organizzativo e strategico per l'emittente stessa. Innanzitutto, posso dire che quando l'azienda da me esaminata è entrata in contatto con questo strumento erano ancora i primi anni di diffusione dello stesso; questo ha senz'altro stupito, data la poca cultura sull'argomento, per lo meno a livello locale, e ha portato loro ancora più visibilità di quella che normalmente è considerata conseguenza di una scelta del genere. Optare per il minibond, significa infatti, come visto precedentemente, affrontare una serie di sfide che apparentemente mal si conciliano con una piccola realtà imprenditoriale, in cui i sistemi manageriali sono limitati e difficilmente si pone l'attenzione su questioni di carattere prettamente finanziario. Questo è uno dei motivi che mi ha spinto a capirne di più. Va innanzitutto detto che l'azienda analizzata sembra non aver

scelto il minibond per le sue specifiche qualità o comunque dopo un'analisi delle alternative, ma piuttosto gli è stato suggerito da un consulente interno a conoscenza del fatto che erano alla ricerca di finanziamenti e che il canale bancario non era accessibile. Era da poco uscita la notizia di questo nuovo strumento e hanno deciso di tentare, data la mancanza di alternative. Ciò fa riflettere sulla poca informazione che c'è rispetto ai canali che non siano quello bancario e della scarsa rilevanza che viene data alla funzione finanziaria.

Andando a fondo è stata approfondita la motivazione alla base del ricorso al minibond: l'azienda necessitava di fonti che non riusciva a reperire dai circuiti tradizionali. Si sono infatti visti ridurre gli affidamenti in corso a causa dei cambiamenti in atto nelle banche locali e crisi delle stesse, il che l'ha costretta a rivolgersi altrove e il minibond gli ha permesso "*la ristrutturazione del debito verso gli istituti tradizionali e la programmazione delle scadenze annuali*" (questo è quanto dichiara il responsabile). La motivazione in questione è certamente ricompresa tra quelle previste dell'Osservatorio Minibond, ma contrasta con l'idea iniziale del legislatore secondo cui il minibond sarebbe dovuto servire a sostenere lo sviluppo dell'impresa emittente, essendo invece usato come strumento di sopravvivenza, al pari di un finanziamento bancario. Nonostante le differenze analizzate nei capitoli precedenti tra mutuo e minibond, dal caso emerge che questi due strumenti vengano poi visti come alternativi: dove non arriva uno, sopraggiunge l'altro. Nella letteratura però si parla spesso di strumento

complementare, il che fa intendere che andrebbe utilizzato accanto al credito bancario poiché la natura e la finalità delle due tipologie di fonte sono differenti, come visto in sede del secondo capitolo. Nella realtà però sembra che si debba parlare più di strumento alternativo, dato che l'impresa, nello specifico quella analizzata nell'ambito di questa trattazione, sembra ricorrere al minibond non tanto per le sue qualità e specificità ma poiché impossibilitata a trovare alternative e supporto dal tradizionale canale bancario.

Si nota una certa discrepanza tra il dichiarato e il sotteso: il responsabile ammette apertamente la difficoltà finanziaria incontrata e che questa sia il motivo del loro ricorso al minibond, d'altro canto però le carte riportano quale motivazione l'internazionalizzazione e la volontà di accrescere il fatturato su determinati mercati esteri. Questo fa riflettere su due aspetti: da un lato c'è un impresa, pur non piccola, che ha difficoltà nel reperire finanziamenti data la stretta creditizia e che sembra tentare di giustificare il ricorso al minibond con progetti di crescita (questo non significa che non li realizzerà, ma che più probabilmente la liquidità derivante dal minibond verrà utilizzata per sopperire ai tagli subiti), e dall'altro uno strumento che potrebbe essere utile alle imprese, se venisse semplificato ulteriormente e se potesse essere usato anche a questi fini, piuttosto che prediligere le vie di crescita interna e esterna. Va comunque precisato che il rifinanziamento del debito è già ricompreso tra gli scopi per i quali procedere all'emissione, ma tipicamente le motivazioni che più invogliano gli investitori

istituzionali ad investire sono quelle di crescita. Probabilmente è questa la ragione per cui sono le motivazioni di crescita che più frequentemente si estrapolano dai documenti ufficiali, come visto dalle analisi dell'Osservatorio minibond, ma forse bisognerebbe indagare più a fondo per capire se sia davvero questa la spinta che porta l'azienda a ricorrere al minibond. Se ne ha in parte conferma analizzando il documento prodotto da Cerved Rating Agency nel 2016 dove si dichiara che l'emissione del minibond, pur avendo consentito una rimodulazione del debito nel medio lungo termine, è stato in gran parte assorbito dai negativi flussi di cassa della gestione operativa.

L'azienda analizzata, in particolare esprime la necessità di dover coprire un ingente livello di rimanenze, costituite da vini in invecchiamento con valore elevato che vanno finanziate, oltre ovviamente alla normale attività dell'impresa.

Probabilmente la ragione alla base dell'utilizzo sta passando sempre più in secondo piano come anche confermato dall'advisor, il quale ribadisce che la motivazione dipende da caso a caso e non è possibile generalizzare.

Se pertanto il canale bancario non assicura più i finanziamenti di cui le imprese necessitano per sopravvivere, è naturale che si ricerchino vie alternative, a prescindere dal fatto che queste siano state costituite per tale scopo o meno. Questo non comporta il fallimento dello strumento in sé, quanto forse di un cambio di rotta rispetto le aspettative iniziali. Probabilmente ciò che servirebbe alla PMI italiane non è tanto uno strumento per avviare uno sviluppo, utilizzabile

solo se l'impresa è già a buon punto, quanto una via alternativa al canale bancario, spesso precluso, di simile facilità di accesso. Il minibond invece, dati i molteplici impegni che comporta, non si rivela così accessibile a tutti, soprattutto a imprese di piccola dimensione, molto meno organizzate rispetto all'azienda analizzata e che rappresentano la maggior parte di quelle presenti sul territorio nazionale. Infatti, le imprese emittenti vengono accuratamente selezionate dagli investitori, i quali scelgono solo chi risponde ai requisiti di solidità decisi dal fondo stesso (in Anthilia SGR per selezionare un'emissione se ne analizzano in media circa venti, con una percentuale di successo tra "analizzato" e "sottoscritto" che si attesta attorno al 5 per cento)[93]. Oltre poi a soglie numeriche entro le quali bisogna rientrare, vi è tutta una valutazione che si occupa di verificare che l'azienda emittente abbia una certa propensione all'export, risponda a determinati requisiti circa la loro organizzazione e gestione, ecc. Anche questa circostanza fa capire come la selezione sia rigida e porti ad escludere le imprese minori, che tipicamente hanno problemi finanziari e sono poco organizzate. Questo conferma il fatto che non sia giusto parlare di "strumento adatto alle PMI" poiché la maggior parte delle PMI italiane, come visto, faticano a rientrare nei parametri osservati. La selezione delle imprese emittenti è frutto del fatto che i minibond sono destinati esclusivamente agli investitori qualificati; essi cercano di tutelare il

[93] G. LANDI, D. COLANTONIO, M. SORIANI, *Minibond. Strumenti di debito alternativi*, Anthilia Capital Partners Sgr Spa.

loro portafoglio evitando di investire in aziende minori, poiché significherebbe sopportare un rischio maggiore. Secondo Frigiolini (in occasione della presentazione del 6° Rapporto minibond) si dovrebbe aprire il mercato anche ad investitori retail: sostiene infatti che se si utilizza un sistema di collocamento dei minibond "monopolistico" non si riesce a dare beneficio all'economia reale, ma piuttosto si crea un'asimmetria dove tutto è in mano agli investitori qualificati, i quali decidono unilateralmente chi può accedere e chi no, lasciando inevitabilmente fuori una porzione rilevante di imprese ritenute non all'altezza. Così le imprese sufficientemente grandi riescono ad accedere a quest'opzione per finanziarsi, mentre quelle minori si vedono tagliate fuori anche da quest'alternativa. D'altro canto, c'è chi sostiene che sarebbe troppo rischioso aprire il mercato dei minibond agli investitori retail, poiché non sarebbero capaci di gestire il rischio essendo privi delle necessarie competenze.

L'emissione di un minibond impatta in maniera significativa sull'impresa emittente, la quale si trova costretta a rinnovarsi e a mettersi in gioco grazie ad un processo che la induce ad evolvere e trasformarsi. È necessario che l'impresa sia pronta a subire tale evoluzione: in questo caso riuscirà ad uscirne vincente, arricchita di conoscenze e nuove possibilità e maggiormente pronta a superare i suoi limiti. L'emissione di un minibond può accompagnare l'impresa ad uscire dalle criticità tipiche delle PMI italiane, permetterle di crescere imparando a sviluppare una strategia di lungo termine, migliorare i sistemi manageriali, dare

maggiore rilevanza alla funzione finanziaria, ecc. Nel caso opposto, l'emittente può rivelarsi non in grado di affrontare il processo di emissione, il che può condurre al peggioramento di una situazione già critica. Potrebbe non riuscire a sostenere i costi, ad organizzare il processo, non avere gli strumenti e le risorse adatti, portandola ad abbandonare il progetto o non intraprenderlo mai, rinunciando così ad uno strumento che poteva dimostrarsi utile laddove il canale bancario risultasse precluso. Per evitare questa circostanza si rivela di estrema importanza l'analisi iniziale, in occasione della quale va valutato se l'impresa possa o meno essere in grado di gestire il processo di emissione del minibond e se sia dotata di un management adeguatamente pronto a intraprendere l'evoluzione che comporta.

Per quanto riguarda le opportunità derivanti dall'emissione, l'azienda analizzata ha appurato un miglioramento della struttura finanziaria data la ristrutturazione del debito verso gli istituti di credito. Si confermano quali effetti positivi il maggior potere contrattuale verso i fornitori, verso gli istituti di credito e l'aumento di visibilità a livello nazionale come sostenuto da Paletta e D'Arcangelo (2020). Dichiarano inoltre che tutta l'organizzazione dopo un'esperienza del genere acquisisce significative conoscenze ed esperienza per future operazioni simili. Si tratta di risvolti positivi molto rilevanti per l'impresa perché le permettono di ottenere dei vantaggi che esulano dal semplice ottenimento di fonti finanziarie e che toccano aspetti di cultura e immagine

aziendale. L'impresa intera evolve poiché posta di fronte a sfide che le permettono di mettersi in gioco e migliorare la propria organizzazione. Le persone operanti nell'impresa assumono nuove conoscenze e la consapevolezza di star affrontando un profondo cambiamento che si rivelerà utile anche nel futuro. Grazie a questa crescita l'azienda intreccia nuovi rapporti con soggetti prima estranei e rafforza quelli già in atto, il che le permette di essere vista "con occhi diversi" anche dagli interlocutori storici. Al di là della mera entrata finanziaria, questi sono benefici di notevole rilevanza, soprattutto per una piccola e media impresa, il cui andamento è notevolmente influenzato dalla reputazione che si è costruita nel tempo. Tale reputazione va migliorando grazie agli effetti dell'emissione, il che le permette di ottenere vantaggi e benefici nei molteplici rapporti che intrattiene. La possibilità di ottenere visibilità nei confronti di investitori nazionali e esteri porta l'impresa a raggiungere livelli di trasparenza e comunicazione esterna che con un rapporto di finanziamento bancario non verrebbero sviluppati. Gli effetti positivi di questo genere sono forse quelli di maggiore rilevanza e che più impattano sul futuro sviluppo dell'impresa.

Nella teoria di Paletta (2015) si riporta come scontata la presenza di un business plan che identifichi precisamente la situazione dimensionale e la solidità finanziaria aziendale, nonché i piani per lo sviluppo futuro. L'idea era che il minibond dovesse essere basato su un business plan ben strutturato e veritiero, utile a spiegare la rivoluzione strategica progettata dall'impresa stessa. Secondo

Martinoli e Zannotti (2014), per perseguire lo scopo per il quale è nato il minibond, sarebbe opportuno che la scelta di acquistare o meno minibond emessi dall'impresa dipenda dalla selezione solo di quei business plan *alti e forti*. L'azienda analizzata, si distingue in questo senso dalle imprese di più piccole dimensioni, poiché sostiene di aver sempre redatto un piano pluriennale e, in occasione dell'emissione, ne ha prodotto uno specifico.

Tale presenza nella realtà però scontata non è: come già ricordato, è frequente incontrare business plan non esaustivi, o addirittura mancanti e sostituiti da documenti di ammissione altrettanto lacunosi e superficiali. Le piccole imprese non sono infatti abituate a redigere dei piani pluriennali; esse generalmente concertano l'attenzione sulla gestione corrente trascurando la strategia. Oltre al business plan, a mancare è spesso anche il rating, il quale se presente risulta invece un'utile risorsa per gli investitori poiché analizza approfonditamente i punti di forza, di debolezza dell'azienda, i fattori di rischio, il settore di appartenenza, il posizionamento competitivo, la situazione patrimoniale e finanziaria, ecc. Spesso le aziende rinunciano a subire un'analisi così approfondita, arrivando alla redazione di documenti incompleti che non rendono l'idea della vera essenza dell'impresa. Si richiede loro un livello di organizzazione al quale non sono abituate e che le costringe a ricorrere all'aiuto di soggetti terzi.

La piccola impresa, abituata ad una realtà di eccessivo ricorso al debito e conseguente squilibrio finanziario, guidata prettamente da un soggetto economico,

spesso di strette vedute e abituato a non dare la giusta rilevanza alla funzione finanziaria, mal si concilia con tutto il processo da mettere in piedi a seguito della scelta dell'emissione che abbiamo analizzato. Si troverebbe infatti costretta a costituire una struttura fatta di procedure, attori esterni, valutazioni e scadenze che diverrebbero difficilmente affrontabili. Serve pertanto che l'impresa emittente sia già un po' forte di esperienze simili e di un'organizzazione tale che le permetta di reggere il colpo senza rimetterci. Poiché, se una piccola impresa decide di emettere minibond si trova a dover seguire obbligatoriamente un certo iter che la conduce a sostenere uno sforzo tale, sia economico che in termini di energia e tempo, da cui poi, nonostante l'entrata finanziaria, rischia di non trovare sufficiente giovamento. Quindi, la letteratura da un lato sostiene che si tratti di uno strumento creato appositamente per finanziare le PMI, dall'altro però impone un processo eccessivamente complesso da gestire per le stesse, e in questo senso poi si scontra con la realtà: una realtà, quella delle piccole e medie imprese italiane, dove uno sforzo del genere risulta eccessivo rispetto le effettive possibilità. Questo è stato in parte confermato anche dall'advisor, quando sostiene che recentemente di sta andando verso strumenti più semplici e non quotati, proprio per andare incontro alle esigenze delle PMI.

È comunque vero che se l'impresa emittente ha poi l'intenzione di intraprendere un percorso che la porti a successive operazioni più complesse sul mercato mobiliare (come il *private equity* o altro) o alla quotazione, questo sforzo diventa

più giustificabile e conduce l'impresa intera alla crescita. È utile anche nel caso in cui l'emittente è un'impresa già quotata, con una struttura organizzativa già ben impostata; a quel punto emettere un minibond è solo un'operazione in più che non stravolge in alcun modo l'impresa. Se invece è una soluzione temporanea, intrapresa come scelta obbligata poiché derivante dal fatto che l'istituto bancario non concede i finanziamenti richiesti, è probabile che si riveli un'esperienza da non ripetere.

L'azienda analizzata, anche se non quotata, era già ben organizzata e si è rivelata pronta ad affrontare il processo di emissione; pertanto, in questo caso il minibond è risultato uno strumento valido poiché i vantaggi che ne sono derivati sono risultati nettamente superiori ai limiti. Pur dovendo sostenere alti costi, infatti, l'azienda è riuscita a risparmiarne altrettanti in termini di promozione del brand, vantaggi fiscali, maggiore solidità finanziaria, ecc. Va comunque ricordato che anche l'azienda stessa, pur essendo ben organizzata, ammette lo sforzo necessario ad affrontare un'operazione del genere. Anche loro hanno dovuto superare delle difficoltà: in due circostanze sono stati superati i *covenant* stabiliti contrattualmente; per tale motivo si sono dovuti incontrare con l'investitore per la rimodulazione che però non ha avuto effetti sul tasso di interesse, dato l'aver appurato che si trattavano di sforamenti giustificabili e che non inficiavano il giudizio complessivo.

Per quanto riguarda i costi, a dire dell'impresa intervistata, pur essendo ingenti, sono stati in linea con quanto previsto, poiché preventivamente concordati con l'advisor. Essi sono meglio gestibili se l'importo dell'emissione non è troppo basso. Questo per quanto riguarda i costi "espliciti", i quali già considerati da soli superano di gran lunga quelli dei tipici canali di finanziamento, ma c'è comunque una categoria di costi occulti che va tenuta in considerazione nell'analisi. Si tratta di quei costi non chiaramente visibili e riferibili al cambio di organizzazione necessario a portare avanti il processo di emissione del minibond: i costi per gli adempimenti annuali, il tempo che parte dell'organico dell'impresa dovrà necessariamente dedicare all'operazione e dunque togliere alle attività ordinarie, i costi relativi alla creazione (in mancanza) o al rafforzamento di strutture di controllo interno adatte a reperire, elaborare e trasmettere le informazioni necessarie, gli sforzi per cercare di mantenere gli indici al di sotto dei *covenant* stabiliti, ecc. Sono costi che possono sfuggire ad una prima analisi dell'operazione, ma che invece risultano cruciali. È possibile che il CFO si concentri più sui costi visibili che su quelli appena citati, poiché di più immediata e semplice valutazione; si tratterebbe di un errore, essi vanno considerati poiché, proprio come quelli espliciti e forse ancora di più, sono decisivi all'interno di una piccola e media impresa. Quest'ultima, infatti, certamente mancherà di alcune funzioni essenziali ai fini dell'emissione, che sarà costretta a esternalizzare, andando ad aumentare il costo complessivo dell'operazione.

Risulta poco agevole effettuare un'analisi generale dei costi e dei benefici poiché essa può variare notevolmente in funzione del caso specifico e risulterebbe poco esaustiva. Pertanto, ogni azienda dovrebbe valutare anticipatamente se un'operazione come l'emissione di un minibond possa essere o meno sostenibile dalla sua organizzazione e se sia in grado di portare avanti tale processo, considerando i vantaggi, i limiti, i costi visibili e non e tutti gli impatti che si ripercuotono sull'impresa, poiché essi variano in funzione dell'emittente stessa.

Inoltre, l'azienda puntualizza che "*se dai circuiti tradizionali non si ottiene credito, bisogna per forza spendere di più per poterlo avere*". Questo forse è il punto della questione; le imprese si trovano in una situazione tale per cui se non trovano fonti finanziarie dal canale tipico, a cui si sono rivolti finora, sono costrette a ripiegare su strumenti di altro tipo. La disintermediazione bancaria è sicuramente una strada suggerita da molti come quella da percorre per crescere, ma sta diventando una scelta obbligata per molte aziende.

A questo risultato ha contribuito e contribuisce la stretta creditizia che sempre più induce le imprese a guardarsi intorno alla ricerca di strumenti alternativi al finanziamento bancario. Crisi finanziarie, bancarie, vincoli sempre più stringenti, sbilanciamenti nella struttura patrimoniale e finanziaria delle imprese hanno alimentato la stretta creditizia che porta le imprese a ricercare fonti di finanziamento alternative e complementari al canale bancario, sia per la gestione

ordinaria delle proprie attività, sia per investire in sviluppo e recupero della competitività a livello internazionale.

Il problema, dunque, sorge nell'accessibilità di questi canali: l'impresa in questione, pur non senza sforzi, è riuscita a ottenere il finanziamento desiderato, non trovandolo altrove, ma tante altre imprese minori probabilmente non ce l'avrebbero fatta. Il minibond non è certamente l'unico strumento alternativo al canale bancario, ma avendolo analizzato a fondo, si può dire che non è uno strumento adatto a tutti i tipi di impresa. Gli impatti analizzati e il caso studiato ci dimostrano che si tratta di uno strumento utile se l'impresa emittente è già ben strutturata e vuole dirigersi verso una crescita importante, che può condurla anche alla quotazione. Se questo è il caso, i sacrifici fatti possono poi essere giustificabili e affrontabili in ottica di un futuro sviluppo. L'azienda, di fronte alla scelta di ricorrere o meno al minibond, deve mettere in conto lo sforzo che le verrà richiesto e valutarlo in funzione delle sue possibilità.

Affinché il processo di disintermediazione prenda piede anche nelle imprese più piccole è necessario che da un lato il legislatore crei situazioni di mercato più favorevoli e dall'altro le imprese cerchino di abbandonare antichi retaggi culturali, riducendo la dipendenza finanziaria da un unico interlocutore, dando la giusta rilevanza alla funzione finanziaria, cercando uno sviluppo all'interno di una visione di lungo termine. È un percorso in cui entrambi i lati devono fare la propria parte: le imprese devono evolvere e lo Stato deve porle nella posizione di

effettuare questo cambiamento. In questa nuova prospettiva, le banche non perdono il loro ruolo, ma lo modificano; non si deve venire a creare una circostanza in cui scegliere la banca esclude il mercato e viceversa, ma determinare una situazione in cui l'azienda possa decidere di rivolgersi ad una parte piuttosto che all'altra in funzione delle sue esigenze. Il minibond può rivelarsi una modalità in grado di permettere una prima apertura al mercato e agli investitori, può essere utile a segnare l'inizio di un percorso di crescita, ma certamente non può esserlo indistintamente per tutti i tipi di piccola e media impresa.

Ad oggi questa strada è percorribile solo dalle aziende sufficientemente pronte, mentre quelle di minori dimensioni, meno organizzate e con tutte le specificità analizzate, che rappresentano la maggior parte delle imprese italiane, vengono escluse, per lo meno dallo strumento del minibond, che risulta ancora difficilmente accessibile.

CONCLUSIONI

L'obiettivo del presente lavoro era quello di capire se il minibond fosse o meno uno strumento utilizzabile anche dalle piccole e medie imprese come sostenuto da gran parte della letteratura. A tal fine nel primo capitolo sono state esposte le peculiarità che caratterizzano le PMI, in particolare quelle italiane. Si è poi proseguito con un approfondimento delle specifiche tecniche del minibond e del processo di emissione che l'impresa si trova a dover affrontare, procedendo con l'analisi degli impatti strategici e organizzativi che una scelta di questo tipo ha sull'impresa. In particolare, si sono analizzate le motivazioni, le opportunità e i limiti di tale scelta, per poi prendere in considerazione un caso aziendale atto a rispondere alle domande che ci siamo posti inizialmente. Dal caso analizzato è emerso che il minibond risulta essere uno strumento non adatto a tutte le piccole e medie imprese, ma solamente a quelle che riescono a sostenere e portare avanti, senza troppe difficoltà, tutto il processo e gli impegni necessari ai fini dell'emissione. Si tratta necessariamente di imprese non troppo ridotte poiché lo sforzo richiesto all'emittente è notevole e necessita di un'organizzazione già solida e ben strutturata. Come visto, queste caratteristiche non sono riscontrabili nella maggioranza delle imprese che caratterizzano il nostro Paese, pertanto risulta fondamentale un'analisi iniziale utile a definire se l'impresa emittente possa o meno riuscire a sostenere l'impegno dell'emissione. Dal caso emerge chiaramente

che il minibond ha un impatto notevole sull'impresa emittente, sia in termini organizzativi, poiché le procedure da eseguire sono molteplici e impegnative, che in termini strategici, impattando sulla cultura e sull'immagine aziendale. È senza dubbio uno strumento più costoso di altri ma dai cui possono emergere notevoli vantaggi per l'emittente. L'impresa, grazie al minibond, intraprende un percorso di crescita che può condurla a ricorrere in futuro anche a strumenti più complessi o alla quotazione in borsa. D'altro canto, richiede incombenze notevoli, interventi di soggetti esterni, costi non sempre sostenibili che l'emittente deve mettere in conto quando decide di ricorrere a tale strumento. Tali impatti hanno maggior peso su un'azienda di piccole dimensioni, la quale spesso è sprovvista dei giusti strumenti e le capacità di affrontare l'emissione di un minibond. Pertanto, in funzione del caso analizzato, si ritiene che lo strumento in questione sia utile soprattutto a quelle imprese pronte a fare un salto di qualità ma che già si trovano ad un buon livello di partenza. Se invece ci riferiamo alle tipiche PMI italiane, accumunate da problemi di sottocapitalizzazione, scarsa organizzazione, squilibri finanziari, avranno senz'altro problemi notevoli nell'emissione di un minibond che presumibilmente si rivelerà come uno strumento non ancora sufficientemente flessibile e adatto a tali realtà.

RIFERIMENTI

ARLOTTA C., *et al.*, *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa*, FrancoAngeli, Milano, 2014.

BAGLIONI A. *et al.*, *Educazione finanziaria in Italia: a che punto siamo?,* Osservatorio Monetario 2/2019, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano.

BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale 2019*, 2020.

Bebeez.it, *Minibond, l'effetto Covid si vede già nel rating*, 2020.

BORSA ITALIANA, *Al via ExtraMOT PRO³*, Comunicato stampa, 2019.

BORSA ITALIANA, *ExtraMOT PRO³ il mercato obbligazionario per la crescita*, 2019.

BRANCIARI S.*, I sistemi di controllo nella piccola impresa*, Giappichelli, Torino, 1996.

CALUGI R., MORELLI V., PAGLIETTI G., *I mini-bond. Istruzioni per l'uso*, Consorzio camerale per il credito e la finanza, 2014.

CANDITA G., *Minibond: una chance in più per le PMI in cerca di finanziamenti*, IPSOA Quotidiano, 2019.

CERVED RATING AGENCY, *Metodologia per il rating di imprese*, 2014.

CERVED, *Rapporto Cerved PMI 2019*, 2019.

CHIUCCHI M. S., *Il metodo dello studio di caso nel management accounting*, Giappichelli Editore, Torino, 2012.

COMMISSIONE EUROPEA, *Guida dell'utente alla definizione di PMI*, 2020.

COMMISSIONE STUDIO DIRITTO E PRATICA SOCIETARIA, ODCEC, *Minibond. Strumenti di debito alternativi*, Il Commerci@lista, Biella, 2014.

CONFINDUSTRIA, CERVED, *Rapporto regionale PMI 2020*, 2020.

CORTESE F., DI NALLO L., RENZULLO E., *Le condizioni per la diffusione dei minibond*, IPE Business School, 2016.

CULICCHI R., PUNA J., *I nuovi strumenti di finanziamento per le imprese: i c.d. Mini-bonds*, Dirittobancario.it, 2014.

D'ARCANGELO D., PALETTA A., *Minibond*, Edizioni Santa Croce srl, Roma, 2020.

Decreto-Legge 18 ottobre 2012, n. 179, *Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*, convertito in Legge 17 dicembre 2012, n.221, in vigore dal 18 dicembre 2012.

Decreto-Legge 22 giugno 2012, n.83, *Misure urgenti per la crescita del Paese*, entrato in vigore dal 26 giugno 2012, convertito con modificazioni dalla Legge 7 agosto 2012, n.134.

Decreto-Legge 23 dicembre 2013, n. 145, *Interventi urgenti di avvio del piano "Destinazione Italia"* […], entrato in vigore il 24 dicembre 2013, convertito con modificazioni dalla Legge 21 febbraio 2014, n.9.

Decreto-Legge 24 giugno 2014 n. 91, entrato in vigore il 25 giugno 2014, convertito con modificazioni dalla Legge 11 agosto 2014, n. 116.

DESSY A., *Politiche finanziarie e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, Egea, Milano, 1995.

DI DIEGO S., MICOZZI F., *Finanza aziendale per le PMI*, Cesi Multimedia, 2008.

DOMENICHELLI O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici*, Giappichelli, Torino, 2013.

FALCONE G., GRILLO F., LANZILLO E., PINCETTI M., *I bisogni delle PMI per la ripresa post-covid*, Deloitte, 2020.

FATTORE G., *Metodi di ricerca in economia aziendale*, Egea, Milano, 2005.

FERRARIS FRANCESCHI R., *L'indagine metodologica in economia aziendale*, Giuffrè Editore, Milano, 1978.

FORESTIERI G., *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio*, Università Bocconi, 2014.

FRAULO F., *Il periodo 2017-19 sarà la prova del nove per il mercato italiano dei minibond*, CRIF Ratings, 2017.

FRIGIOLINI L., PAGLIARETTI G., CALUGI R., *Modello operativo per l'accompagnamento delle PMI italiane sul mercato obbligazionario.*

GANDINI I., *Le forme non tradizionali di finanziamento all'impresa: i minibond*, Commissione diritto dell'impresa, Roma, 2018.

INNAMORELLI A. *et al.*, *Asymmetric information in corporate lending: evidence from SME bond markets*, Banca d'Italia, 2020.

ISTAT, *Censimento permanente delle imprese 2019: i primi risultati*, 2020.

LANDI G., COLANTONIO D., SORIANI M., *Minibond. Strumenti di debito alternativi*, Anthilia Capital Partners Sgr Spa.

LIZZA P., *Sul metodo di ricerca in economia aziendale*, Giuffrè Editore, Milano, 1998.

LOSSANI M. *et al.*, Osservatorio Monetario n. 3/2014, Laboratorio di analisi monetaria – Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 2014.

LUCIDO N., RENNE F., *Dinamiche del credito alle PMI e riflessioni operative*, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, Roma, 2017.

MANELLI A., PACE R., *Finanza d'impresa. Analisi e metodi*, Isedi, De Agostini Scuola SpA, Novara, 2009.

MARCHI L., *Introduzione all'economia aziendale. Il sistema delle operazioni e le condizioni di equilibrio aziendale*, Giappichelli, Torino, 2014.

MARTINOLI L., ZANOTTI F., "*Minibond": strumenti di sviluppo o sopravvivenza?,* CSE Crescendo, Milano, 2014.

MARTINOLI L., ZANOTTI F., "*Minibond": strumenti di sviluppo o sopravvivenza? Il Ricerca Titoli ExtraMOT PRO Borsa Italiana emessi dal 14 febbraio al 30 agosto 2014*, CSE Crescendo, Milano.

MEIANI A., RIZZI L., SABATINI D., *Guida ai mini bond: Strumenti innovativi per la finanza delle Pmi*, Bancaria Editrice, Roma, 2015.

MINIBONDITALY.IT, EPIC SIM, *Barometro minibond. Market trends al 30.09.2020*.

MONTEMERLO D., PRETI P., *Volume 17: piccole e medie imprese. Imprese familiari*, Egea, Milano, 2004.

NIFO A., RUBERTO S., VECCHIONE G., *Qualità delle istituzioni e multiaffidamento bancario. Un'indagine empirica*, in BIANCHI A. *et al.*, *Oligopolio, istituzioni e performance delle imprese*, Pisa University Press, Pisa, 2017.

ORRICK, *Adempimenti relativi all'emissione di Minibond e all'ammissione degli stessi alla negoziazione sul segmento professionale ExtraMOT PRO*, Milano.

PALETTA A., *Minibond. Strumenti finanziari per le piccole e medie imprese*, Aracne editrice int.le srl, Ariccia, 2015.

PANETTA F., *Un sistema finanziario per la crescita*, 2014, Intervento alla conferenza: "*Il risparmio degli italiani è al sostegno della crescita?*", The Adam Smith Society

PEZZUTO A., *I mini-bond: uno strumento di finanziamento alternativo per le PMI*, Diritto Bancario Tidona, 2019.

POLITECNICO DI MILANO - OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP FINANCE & INNOVATION, *3° Quaderno di ricerca – La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, 2020.

POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND, *6° Report italiano sui Minibond*, 2020.

SCHIRONE G., *Finanziamento della crescita e mini-bond: il problema e una possibile (parziale) soluzione*, Prometeia, 2014.

TERZI V., MARRACINO R., SPREAFICO C., TURCONI A., *Investire nella crescita: idee per rilanciare l'Italia*, McKinsey & Company, 2013.

TROISE G., *Come finanziare le PMI*, Ipsoa, 2014.

VISCO I., Intervento del Governatore della Banca d'Italia alla conferenza: *"The italian corporate bond market: what's happening to the capital structure of italian non-financial companies?"*, 2019.

SITOGRAFIA

www.consob.it/web/investor-education/la-finanza-per-la-crescita

www.aifi.it

www.ratingagency.cerved.com

www.minibonditaly.it

www.pmi.it

www.bebeez.it

www.istat.it

www.giornaledellepmi.it

www.ilsole24ore.com

www.bancaditalia.it

www.borsaitaliana.it

www.epic.it

www.osservatoriefi.it