



**UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”**

Corso di Laurea Magistrale o Specialistica in Economia e Management
Curriculum Amministrazione, Finanza e Controllo

**I MINIBOND: STRUMENTI DI FINANZIAMENTO PER
LE PMI**

MINIBONDS: FINANCING INSTRUMENTS FOR SMES

Relatore: Chiar.mo

Prof. Filippo FIORDIPONTI

Tesi di Laurea di:

Flora Cassano

Anno Accademico 2021 – 2022

I MINIBOND: STRUMENTI DI FINANZIAMENTO PER LE PMI

INDICE

| | |
|---------------------------|----------|
| INTRODUZIONE | 3 |
|---------------------------|----------|

| | |
|-------------------------------------------------------------------------|----------|
| CAPITOLO I: MINIBOND E PROBLEMATICHE DEL FINANZIAMENTO | 5 |
|-------------------------------------------------------------------------|----------|

| | |
|-----------------------------------|----------|
| I.1 ASPETTI GENERALI | 5 |
|-----------------------------------|----------|

| | |
|---------------------------------------------------|----------|
| <i>I.1.1. Definizioni e caratteristiche</i> | <i>6</i> |
|---------------------------------------------------|----------|

| | |
|------------------------------------------|----------|
| <i>I.1.2. Cambiali finanziarie</i> | <i>8</i> |
|------------------------------------------|----------|

| | |
|--------------------------------------------------------------|-----------|
| <i>I.1.3. Obbligazioni subordinate e partecipative</i> | <i>10</i> |
|--------------------------------------------------------------|-----------|

| | |
|-----------------------------------------------------|-----------|
| <i>I.1.4. Caratteristiche degli emittenti</i> | <i>11</i> |
|-----------------------------------------------------|-----------|

| | |
|--------------------------------------------------------------------|-----------|
| <i>I.1.5. Diffusione degli strumenti nel mercato mondiale.....</i> | <i>16</i> |
|--------------------------------------------------------------------|-----------|

| | |
|---------------------------------|-----------|
| <i>I.1.6. Conclusioni</i> | <i>18</i> |
|---------------------------------|-----------|

| | |
|--------------------------------------------------|-----------|
| I.2 PROBLEMATICHE DEL FINANZIAMENTO | 19 |
|--------------------------------------------------|-----------|

| | |
|----------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <i>I.1.7. La struttura finanziaria delle piccole e medie imprese</i> | <i>21</i> |
|----------------------------------------------------------------------------|-----------|

| | |
|------------------------------------------|-----------|
| <i>I.1.8. La crisi finanziaria</i> | <i>25</i> |
|------------------------------------------|-----------|

| | |
|---------------------------------------------------------|-----------|
| <i>I.1.9. Finanziamento a medio/lungo termine</i> | <i>28</i> |
|---------------------------------------------------------|-----------|

| | |
|-----------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <i>I.1.10. Le motivazioni dell'introduzione dei Minibond per le PMI ...</i> | <i>30</i> |
|-----------------------------------------------------------------------------|-----------|

| | |
|------------------------------------------------------|-----------|
| CAPITOLO II: QUADRO NORMATIVO E FISCALE | 37 |
|------------------------------------------------------|-----------|

| | |
|------------------------------------------------------------|-----------|
| II.1 LA NORMATIVA DI RIFERIMENTO SUI MINIBOND | 37 |
|------------------------------------------------------------|-----------|

| | |
|------------------------------------------------|-----------|
| <i>II.1.1. Provvedimenti legislativi</i> | <i>37</i> |
|------------------------------------------------|-----------|

| | |
|---------------------------------------|-----------|
| <i>II.1.2. Decreto Sviluppo</i> | <i>39</i> |
|---------------------------------------|-----------|

| | |
|------------------------------------------------|-----------|
| <i>II.1.3. Piano Destinazione Italia</i> | <i>42</i> |
|------------------------------------------------|-----------|

| | |
|--------------------------------------------|-----------|
| <i>II.1.4. Decreto Competitività</i> | <i>44</i> |
|--------------------------------------------|-----------|

| | |
|-----------------------------------------------------|-----------|
| <i>II.1.5. Vantaggi e limiti dei minibond</i> | <i>46</i> |
|-----------------------------------------------------|-----------|

| | |
|------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <i>II.1.6. I limiti della precedente disposizione codicistica.....</i> | <i>50</i> |
|------------------------------------------------------------------------|-----------|

| | |
|------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <i>II.1.7. Quadro normativo attuale: gli aspetti civilistici</i> | <i>53</i> |
|------------------------------------------------------------------------|-----------|

| | |
|-----------------------------------------------|-----------|
| II.2 PROFILI FISCALI DEI MINIBOND..... | 55 |
|-----------------------------------------------|-----------|

| | |
|---------------------------------------------------------|-----------|
| <i>II.2.1. Regime fiscale per i sottoscrittori.....</i> | 56 |
| <i>II.2.2. Deducibilità per l'emittente.....</i> | 62 |
| <i>II.2.3. Deducibilità dei costi di emissione.....</i> | 65 |
| BIBLIOGRAFIA/SITOGRAFIA | 66 |

CAPITOLO III: TECNICA DI EMISSIONE E OPERAZIONI NEL MERCATO IN ITALIA.....69

| | |
|---------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| III.1 IL PROCEDIMENTO E I SOGGETTI | 69 |
| <i>III.1.1. L'emissione e la verifica dei requisiti: l'advisor</i> | <i>69</i> |
| <i>III.1.2. L'arranger e gli aspetti legali.....</i> | <i>74</i> |
| <i>III.1.3. L'assegnazione del rating e la valutazione del rischio.....</i> | <i>82</i> |
| <i>III.1.4. Il collocamento del prestito e l'eventuale quotazione all'ExtraMOT Pro.....</i> | <i>84</i> |
| <i>III.1.5. Le garanzie per l'emissione dei Minibond.....</i> | <i>86</i> |
| III.2 IL MERCATO ITALIANO | 89 |
| <i>III.2.1. Basket Bond.....</i> | <i>95</i> |
| <i>III.2.2. La struttura dell'operazione</i> | <i>100</i> |
| <i>III.2.3. Green Bond</i> | <i>107</i> |
| <i>III.2.5. Garanzia Campania Bond.....</i> | <i>112</i> |
| <i>III.2.6. Potenziale inespresso dei minibond.....</i> | <i>114</i> |
| BIBLIOGRAFIA/SITOGRAFIA | 124 |

CONCLUSIONI.....126

INTRODUZIONE

Il sistema economico italiano è costituito, in gran parte, dalle c.d. PMI che forniscono, in primis, un sostanziale apporto in termini occupazionali.

È indubbio che le PMI coinvolte nella grande crisi a partire dal 2008, rappresentano le entità economiche che sono state interessate più di ogni altro del credit crunch, cioè la stretta creditizia attuata dal canale bancario, quale conseguenza inevitabile della crisi economica.

La possibilità e aspirazione di poter porre rimedio a questa complicata situazione economica che si è venuta a creare si è materializzata in uno degli strumenti finanziari sottoforma di classici titoli di debito: i cd. minibond.

La necessità di poter attingere risorse a queste fonti di finanziamento utili a proseguire la gestione delle imprese ed a sviluppare eventuali progetti di ampliamento e/o nuovo sviluppo, ha fatto sì che si venisse a creare una tipologia di strumenti, emessi dalle imprese italiane, quali possono essere i minibond: le imprese emittenti hanno deciso di affidarsi al mercato dei capitali per reperire le risorse di cui abbisognano.

L'operazione, che spesso è stata oggetto di critiche, può generare valore e può validamente combinarsi con nuovi strumenti di finanziamento.

La creazione del valore, obiettivo finale di questa tipologia di investimenti, è perseguibile anche in condizioni di mercato difficili qualora le stesse vengano

operate sfruttando anche le nuove opportunità del mercato dei capitali e, nello specifico, delle nuove forme di raccolta delle risorse finanziarie offerte dallo strumento dei minibond ma, ovviamente, sotto determinate condizioni.

In altre parole, sono le premesse e le condizioni del contesto in cui l'azienda è inserita a determinare il successo od il fallimento dell'intera operazione.

Proprio la bontà della scelta permetterà alla società di proseguire nel percorso di crescita attraverso una nuova strutturazione del debito e la creazione di valore secondo le finalità, le condizioni e le opportunità formatesi sotto le quali si determinerà a farlo.

CAPITOLO I

MINIBOND E PROBLEMATICHE DEL FINANZIAMENTO

I.1 ASPETTI GENERALI

Il protrarsi di un contesto economico a dir poco recessivo ha stimolato in Italia i governi, via via avvicendatisi, ad adoperarsi per promuovere lo sviluppo di un mercato obbligazionario.

La presenza di una moltitudine di piccole e medie imprese, che sono la colonna portante dell'economia nazionale, rappresenta, in Italia, una caratteristica particolare e propria.

Un'altra particolarità del sistema economico italiano è costituita dalla prevalenza del canale bancario come principale, se non in molti casi unica, fonte di finanziamento per le PMI.

La Raccomandazione della Commissione Europea, 6 maggio 2003, poi recepita in Italia, ha fornito le indicazioni relative all'identificazione della categoria delle Piccole e Medie Imprese.

Ad un certo punto è nata la necessità di dare vita anche in Italia ad un mercato di debito a cui possano avere accesso anche le imprese non quotate.

L'introduzione di strumenti finanziari finalizzati a costituire una fonte di finanziamento alternativo e diversificato è di relativa recente decisione: tali titoli

sono stati, a dire il vero, accolti, inizialmente, con diffidenza; con il passare del tempo si assiste ad una forte crescita delle emissioni di minibond.

D'altro canto è doveroso tener conto del fatto che il mercato mobiliare Italiano, nello specifico quello riguardante le obbligazioni corporate, non ha mai riscosso molto successo presso il pubblico degli investitori, a tutto vantaggio invece del segmento dedicato ai titoli di stato, e in particolar modo a vantaggio dei BOT.

I minibond sembrano poter offrire pertanto un buon compromesso tra la modalità di finanziamento mediante i classici corporate bond emessi da società quotate e la via alternativa del ricorso ai finanziamenti bancari.

I.1.1. Definizioni e caratteristiche

In particolare, i minibond sono titoli o prestiti obbligazionari a medio – lungo termine e/o cambiali finanziarie (con scadenza fino a 36 mesi) con l'obiettivo di favorire le PMI nell'accesso al mercato dei capitali e reperire, quindi, le risorse finanziarie necessarie a finanziare programmi di investimento senza ricorrere al credito bancario.

Nelle norme che disciplinano l'emissione, la sottoscrizione e la circolazione di tali titoli, non vi è alcuna traccia riguardo il termine tecnico "minibond", il quale, al contrario, viene utilizzato da parte degli operatori finanziari.

La ratio di questa tipologia di titoli di debito è individuabile nella volontà del legislatore italiano di garantire anche alle PMI l'accesso al mercato dei capitali e

di favorirne un più ampio sviluppo in Italia, con l'immediato e diretto vantaggio per le imprese di poter ottenere una diversificazione sensibile delle proprie fonti di finanziamento.

L'intensa attività normativa del legislatore in questo ambito economico, dietro forte spinta del Ministero dello Sviluppo Economico, è da ascrivere al combinato disposto da congiuntura internazionale sfavorevole e al fenomeno del credit crunch. Il presupposto fondamentale per l'emissione dei minibond è la non quotazione dell'impresa in un mercato borsistico regolamentato aperto agli investitori retail.

Quest'ultima è una caratteristica imprescindibile affinché possano essere emessi titoli di debito assimilabili ai minibond.

Questi sono caratterizzati da una scadenza medio – lunga, attraverso i quali titoli le imprese finanziano i loro progetti di investimento e di sviluppo futuro.

Gli strumenti finanziari ai quali il legislatore ha riservato la maggiore attenzione negli ultimi anni sono i seguenti:

I. Cambiali finanziarie

II. Obbligazioni subordinate e partecipative

È utile analizzare separatamente le varie categorie di strumenti finanziari che le imprese possono scegliere di utilizzare.

I.1.2. Cambiali finanziarie

Le cambiali finanziarie sono delle carte commerciali la cui disciplina è contenuta nella Legge nr. 43 del 13/1/1994; risultano quindi essere lo strumento meno recente che il legislatore italiano ha messo a disposizione delle PMI come mezzo di finanziamento.

Sostanziali modifiche sono state poi apportate dal D. L. nr. 83 del 22/6/2012, convertito con Legge nr. 134 del 7/8/2012 (il c.d. Decreto Sviluppo), in cui le cambiali finanziarie sono equiparate alle cambiali ordinarie (nello specifico devono essere emesse nella forma del Vaglia Cambiario) e devono avere una scadenza compresa tra un minimo di un mese e un massimo di tre anni.

Il limite massimo all'emissione delle cambiali finanziarie è disciplinato dall'articolo 2412 del cod. civ.; ai sensi di questo articolo le società quotate e non che emettono cambiali finanziarie destinate a quotazione non hanno alcun limite di emissione (il limite del doppio del capitale non si applica se l'eccedenza è sottoscritta da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale).

Risulta essenziale la denominazione “cambiale finanziaria” inserita nel contesto del titolo, oltre a tutti gli altri elementi che sono specificati dall'art. 100 delle disposizioni approvate con R. D. nr. 1669 del 14/12/1933.

Come tutte le classiche cambiali il trasferimento del titolo avviene mediantegirata: quest'ultima deve essere sempre apposta con clausola senza garanzia (ciò

implica che l'obbligato rimane solo ed esclusivamente l'emittente originario e, pertanto, nessuno degli altri giratari assume la veste di obbligato cambiario).

La remunerazione per l'investitore è costituita dalla differenza, positiva, tra il valore di rimborso del titolo e il prezzo pagato per l'acquisto.

Per le società non quotate è richiesta l'assistenza di uno sponsor, il quale può essere alternativamente una banca o una impresa di investimento, una società di gestione del risparmio, una società di gestione armonizzata, o una società di investimento a capitale variabile.

Lo sponsor assiste l'impresa nella fase di emissione e di collocazione del titolo di credito.

Una quota dei titoli emessi deve essere mantenuta dallo sponsor nel suo portafoglio, fino alla naturale scadenza dei titoli stessi (la quota da mantenere in portafoglio è stabilita in base al quantitativo complessivo emesso dalla PMI).

I. Il 5% del valore dell'emissione dei titoli, per emissioni fino a € 5 milioni;

II. al 3% del valore di emissione dei titoli, eccedente gli € 5 milioni e fino a € 10 milioni, in aggiunta alla quota risultante dall'applicazione della percentuale di cui al punto precedente;

III. al 2% del valore di emissione dei titoli eccedente gli € 10 milioni, in aggiunta alla quota risultante dalle percentuali di cui ai punti precedenti.

Tali titoli, come già detto in precedenza, possono essere emessi e girati solo in favore di investitori professionali, i quali non siano direttamente o indirettamente soci del soggetto emittente.

Un altro requisito essenziale per l'emissione delle cambiali finanziarie è costituito dalla necessità di aver certificato l'ultimo bilancio di esercizio da un revisore contabile, o da una società di revisione iscritta nell'apposito registro.

I.1.3. Obbligazioni subordinate e partecipative

La legge prevede la possibilità per le società non quotate di emettere titoli obbligazionari che prevedano clausole di partecipazione agli utili di impresa e di subordinazione: il prerequisito per l'emissione di tali titoli è rappresentato dalla scadenza, la quale non deve essere inferiore ai 5 anni.

Tali obbligazioni subordinate e partecipative sono degli ibridi, si possono infatti collocare in un'area compresa tra gli strumenti di capitale e gli strumenti di debito e sono caratterizzati da:

- I. una componente fissa determinata in modo da essere nell'intervallo al di sopra del tasso di riferimento e al di sotto dei tassi di mercato;
- II. una componente variabile, sulla base del risultato economico dell'emittente, in riferimento a criteri e parametri predefiniti.

La clausola di partecipazione rende quindi il titolo di debito strettamente correlato con l'andamento economico dell'impresa emittente: pertanto il costo del debito si

riduce in momenti di performance aziendale negativa, oltre al fatto che gli oneri finanziari legati al finanziamento per l'impresa non sono fiscalmente imponibili.

Per quello che concerne la clausola di subordinazione si deve far riferimento al grado di postergazione del titolare di obbligazioni subordinate rispetto ai diritti vantati dagli altri creditori della società, con l'unica eccezione degli azionisti.

L'introduzione di tali strumenti nel panorama finanziario italiano è stata indotta dalla possibilità di finanziare in tale modo le imprese c.d. start up o alternativamente il rilancio aziendale di un'impresa che si trovi in difficoltà economiche: possono essere delle operazioni temporanee propedeutiche ad un futuro aumento di capitale, possono riguardare la ristrutturazione del debito aziendale, possono riguardare operazioni di finanziamento a medio - lungo termine e infine possono essere utilizzati come strumenti alternativi di finanziamento.

I.1.4. Caratteristiche degli emittenti

Le PMI italiane destinatarie della normativa e disciplina riguardante l'emissione dei titoli di credito, possono essere società operanti in forma giuridica di SpA che in forma di SRL; nel caso in cui le imprese emittenti rientrino nella categoria delle società a responsabilità limitata, vi deve essere la previsione statutaria di poter ricorrere al finanziamento tramite l'emissione di uno o più titoli di debito.

Per poter delineare i confini della categoria delle PMI si ricorre alla sopracitata Raccomandazione della Commissione Europea, la quale enuncia dei parametri dimensionali validi per tutti i paesi membri dell'unione europea: le imprese e le società che rientrano in tale classificazione sono pertanto quelle a cui si rivolge la legislazione italiana in materia di minibond e di strumenti di finanziamento assimilati (l'art 32 del c.d. Decreto Sviluppo del 2012 richiama inequivocabilmente la definizione data dalla Commissione).

Tramite il Decreto Sviluppo, il legislatore italiano ha deciso di intraprendere la strada di un rilevante snellimento delle pratiche richieste per l'emissione delle obbligazioni, ha inoltre eliminato i limiti previsti per le imprese non quotate, equiparando il trattamento fiscale riguardante le emissioni di obbligazioni da parte delle imprese quotate e di quelle non quotate.

Per quello che concerne l'aspetto fiscale è possibile procedere alla deduzione degli interessi passivi entro il limite del 30% del ROL (reddito operativo lordo) per i titoli quotati e per quelli non quotati.

Per questi ultimi la deducibilità è subordinata alla condizione che tali titoli siano detenuti da investitori qualificati i quali non detengano, direttamente o indirettamente, anche per tramite di società fiduciarie o per interposta persona, più del 2% del capitale o del patrimonio della società emittente e che il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in stati o territori che consentano un adeguato scambio di informazioni.

In aggiunta alla deducibilità degli interessi passivi è prevista anche la deducibilità delle spese di emissione nell'esercizio in cui sono sostenute.

I requisiti sopra citati rientrano nella categoria dei c.d. requisiti normativi, quelli cioè espressamente previsti dalla legislazione italiana in materia di emissioni obbligazionari; esistono però anche quelli qualitativi che l'impresa emittente deve possedere: gli ultimi due bilanci dell'impresa chiusi con un utile, valido posizionamento di mercato, solido e dettagliato piano industriale, trasparenza nella comunicazione e forte propensione all'internazionalizzazione.

È chiaro che il minibond non deve essere interpretato come strumento a cui ricorrono imprese che si trovano a vivere una situazione di difficoltà e/o dissesto finanziario, piuttosto devono essere intesi come elementi utili alle PMI per attrarre finanziamenti volti alla crescita e allo sviluppo di aziende sane, che abbiano avuto buone performance economiche negli ultimi esercizi e che intendono diversificare le loro fonti di approvvigionamento finanziario.

Ciò che dovrebbe quindi spingere le imprese a finanziarsi con i minibond è la possibilità di ottenere dei finanziamenti a medio e lungo termine, i quali possono accompagnare le PMI nel loro percorso di sviluppo e crescita, fornendo le risorse necessarie per gli investimenti (il canale bancario invece risulta essere più indirizzato verso il capitale circolante, e quindi al breve termine).

Le imprese emittenti i minibond coprono la quasi totalità dei settori produttivi, con una preponderanza per quel che riguarda le imprese che operano nel settore

manifatturiero seguito dalle PMI che operano nel settore dei sistemi di informazione e comunicazione, seguono poi commercio e settore finanziario.

L'ubicazione territoriale delle imprese emittenti nel corso del tempo può essere rinvenuta soprattutto nel nord Italia (nel caso specifico nella regione Veneto); nel sud dell'Italia le imprese che decidono di rivolgersi al mercato dei capitali, tramite l'utilizzo di minibond et similia, sono ancora dei casi sporadici e non sistematici.

Tale gap fra nord e sud del paese, anche nel campo delle modalità di reperimento delle risorse finanziarie, può portare all'allargamento del già ampio divario che esiste tra meridione e resto del paese.

Alle imprese nel percorso necessario per l'emissione dei minibond, si affiancano diverse figure di operatori, che svolgono il compito di assistenza e di consulenza sia per la strutturazione del prestito obbligazionario, sia per la sua successiva collocazione nel mercato primario.

La figura di gran lunga più importante che affianca le imprese nel processo di progettazione del minibond è quella dell'advisor.

Funzione precipua dell'advisor è quella di assistere e affiancare le PMI nel percorso di progettazione e di strutturazione del minibond, dal momento che solitamente le piccole e medie imprese accusano un deficit riguardo le competenze finanziarie necessarie per realizzare un prestito obbligazionario che risulti poi essere appetibile sul mercato agli occhi degli investitori (dal momento

che il minibond non deve solo essere progettato ed emesso, ma pure acquistato dagli investitori).

L'advisor svolge questo compito: elabora la struttura del prestito obbligazionario, decide il migliore timing per l'emissione, consiglia l'impresa riguardo il controvalore dell'emissione e suggerisce il rendimento che dovrebbe essere corrisposto agli investitori, tenendo ovviamente conto della situazione economico finanziaria dell'impresa emittente, del settore in cui opera e del contesto economico generale.

La scelta di emettere un prestito obbligazionario (e quindi modificare il classico approccio alle modalità di finanziamento bancario) deve essere ponderata e analizzata nei minimi dettagli, sia per quel che riguarda i benefici che tale modalità può apportare alla struttura finanziaria dell'impresa, sia per gli oneri, dovuti agli interessi passivi, che saranno corrisposti ai creditori.

In sintesi, l'advisor e l'impresa devono valutare la sostenibilità del debito tenendo conto sia dei flussi in uscita imputabili al pagamento degli interessi sul prestito obbligazionario, sia dei cash flows che l'impresa deve generare per garantire la fattibilità dell'operazione nel suo complesso.

Ad esso advisor viene associato il consulente legale che svolge un ruolo fondamentale in quanto si occupa del pieno rispetto delle normative in essere e del completo adempimento delle formalità richieste per piazzare sul mercato uno strumento di debito.

Il loro ruolo è indispensabile dal momento che devono tutelare l'impresa emittente da ogni possibile contestazione e al contempo garantire gli investitori sulla regolarità delle procedure e dell'emissione.

Il soggetto che è incaricato di piazzare i titoli presso gli investitori per conto dell'emittente è, invece, l'arranger.

Egli mette in relazione la domanda con l'offerta di minibond: contatta gli investitori sulla base delle loro preferenze di investimento e sulla base della tipologia di prestito obbligazionario che deve essere allocato sul mercato.

I.1.5. Diffusione degli strumenti nel mercato mondiale

La creazione di un segmento di mercato ad hoc per questi strumenti in Italia (nello specifico l'ExtraMot Pro) non è altro che il proseguimento di un'esperienza che all'estero, soprattutto nel nord Europa ha fatto registrare ottimi risultati dal punto di vista delle emissioni e delle risposte da parte degli investitori.

L'Europa settentrionale, e in particolare i paesi scandinavi sono considerati essere la patria dei minibond e dei mercati dedicati alla loro negoziazione.

Il primo paese che in Europa ha dato vita ad un mercato non regolamentato per la quotazione e lo scambio di commercial paper è stata la Norvegia nel 2005.

Il successo di questa nuova tipologia di mercato è da rintracciarsi nella facilità e nella semplificazione delle procedure a cui sono sottoposte le imprese che desiderano quotare i propri minibond in tale segmento di mercato.

Questo snellimento burocratico si giustifica con l'intenzione di garantire l'accesso al mercato dei capitali al maggior numero di imprese possibili.

L'alleggerimento delle procedure riguarda sia gli adempimenti informativi che la tempistica richiesta per la realizzazione di una emissione obbligazionaria.

Il successo riscosso in Norvegia ha spinto gli altri legislatori europei a muoversi in direzione simile a quella del paese scandinavo.

Un'esperienza simile a quella sopra descritta si rintraccia in Spagna, con destinatari delle emissioni obbligazionarie, che prevede la possibilità di sottoscrizione solo da parte di investitori istituzionali.

Il mercato spagnolo dei minibond, ad ogni modo, è quello che più ricalca la struttura implementata nel contesto italiano sia per ciò che concerne l'architettura normativa e regolamentare che ne disciplina il funzionamento e sia per la struttura operativa che regola il processo di emissione.

Lo sviluppo del mercato obbligazionario delle PMI in Francia, viceversa, resta un gradino sotto quello norvegese e quello tedesco.

In Germania, a differenza di ciò che accade in Italia, i minibond possono essere acquistati direttamente da un investitore privato in forma individuale, senza dover necessariamente ricorrere a banche e/o altre tipologie di investitori istituzionali.

I.1.6. Conclusioni

La forte spinta imposta dal legislatore italiano all'utilizzo di vie alternative al classico canale di finanziamento bancario sembra aver raggiunto risultati soddisfacenti, basti tener conto della forte accelerazione sperimentata a partire dalla seconda metà del 2014, sia per quel che riguarda il numero delle emissioni che per il loro controvalore.

È possibile oggi sostenere che il combinato disposto dalla progressiva semplificazione e dal venir meno delle linee di credito bancarie, sta determinando, tutto sommato, il successo di questi strumenti finanziari, e sta facendo progressivamente convergere il mercato dei capitali italiano verso uno più dinamico di caratura prettamente europea.

I.2 PROBLEMATICHE DEL FINANZIAMENTO

Come abbiamo già avuto modo di anticipare, le piccole e medie imprese in Italia sono una parte fondamentale del tessuto industriale europeo, ma soprattutto italiano.

Esse rivestono un ruolo importante a sostegno della nostra economia e della stabilità sociale perché sono rilevanti sia per la crescita economica che per la creazione di posti di lavoro.

In Italia la definizione di PMI segue sostanzialmente quello che è stato stabilito in Europa: già nel 1996 era stata introdotta una prima definizione di PMI a livello europeo, poi rivista nel 2003 dopo un confronto tra la Commissione europea, gli Stati membri e le organizzazioni di imprese.

Secondo l'articolo 2 della Raccomandazione 2003/361/CE si definiscono PMI quelle imprese costituite da meno di 250 occupati e che presentano o un fatturato annuo non superiore ai 50 milioni di euro oppure un totale di bilancio inferiore ai 43 milioni di euro.

Tale disposizione comunitaria è stata quindi recepita in Italia con il DM del Ministero delle Attività Produttive del 18/04/2005 pubblicato in GU nr. 238 del 12/10/2005.

La definizione riportata nel decreto può essere facilmente sintetizzata in una tabella che fornisce una definizione dettagliata delle diverse tipologie di PMI:

N. di dipendenti Fatturato Totale di Bilancio

Media impresa < 250 ≤ 50 milioni ≤ 43 milioni

Piccola impresa < 50 ≤ 10 milioni ≤ 10 milioni

Microimpresa < 10 ≤ 2 milioni ≤ 2 milioni

Le PMI in Italia rappresentano circa il 99.9% delle imprese e la loro forza lavoro costituisce l'80% di quella impiegata nell'intero settore industriale e dei servizi.

L'Italia, in Europa, è il paese con la più alta concentrazione di imprese di questa dimensione: avere imprese di piccola dimensione comporta sicuramente dei vantaggi, il principale è sicuramente la flessibilità e la varietà del sistema produttivo, ma questo non sempre si può tradurre in un punto di forza: spesso la dimensione ottimale di un'impresa dipende dal tipo di prodotto su cui questa investe e il mercato a cui tali prodotti possono potenzialmente rivolgersi e dunque la piccola dimensione non dovrebbe diventare un ostacolo alla competitività.

L'attuale tendenza dell'economia globale ha, però, rilevato come il sistema produttivo italiano reagisca con lentezza alle nuove esigenze di un mercato che va interpretato meglio, in chiave globale: di conseguenza le PMI dovrebbero poter scegliere la dimensione che ritengono ottimale per lo svolgimento della loro attività, potendo sviluppare la capacità di innovare investendo in ricerca e sviluppo e rispondendo alla necessità di far parte di filiere produttive organizzate in network globali per diventare competitive su scala mondiale.

Il problema che si pone, quindi, è quello di dover sostenere le PMI che hanno l'esigenza e la convenienza di crescere e di innovarsi.

I.1.7. La struttura finanziaria delle piccole e medie imprese

Dal punto di vista storico, la struttura finanziaria del sistema economico italiano è risultata fragile e squilibrata sotto l'aspetto patrimoniale e finanziario.

Le imprese italiane soffrono di alcune criticità nella gestione finanziaria che si possono definire strutturali: queste criticità sono molto più accentuate nelle PMI dal momento che le “imprese continuano ad essere sottocapitalizzate, troppo dipendenti da debito bancario a breve, riluttanti ad aprire quote di proprietà ad investitori esterni per timore di perdere il pieno controllo strategico ed operativo, diffidenti nei confronti dei mercati finanziari e nei vincoli di trasparenza del bilancio imposti dalle regole degli investitori istituzionali” (prof. Onida: Onida F., La proiezione internazionale dell'Italia, in P. Garonna, G. Gross, Pietro, (a cura di), Il modello italiano di competitività, Milano, Il Sole 24 Ore, 2004).

La prima caratteristica, quindi, è che le PMI italiane ricorrono quasi esclusivamente al capitale di debito per coprire il loro fabbisogno finanziario: la loro struttura finanziaria si caratterizza infatti di debito bancario, rappresentato in larga parte dalle richieste di finanziamenti a breve termine, finanziamento e debiti verso gli stessi soci e in misura più limitata di capitale di rischio apportato dai socifondatori, che si possono definire imprenditori familiari e a cui spetta la gestione totale della PMI.

La struttura del passivo, quindi, non solo è fortemente sbilanciata verso il debito, ma risulta anche scarsamente diversificata: i finanziamenti alternativi al canale bancario vengono raramente presi in considerazione.

L'altra criticità di cui parla il prof. Onida è la sottocapitalizzazione che rende le PMI patrimonialmente deboli: l'apporto di capitale proprio troppo circoscritto è causa spesso di un basso livello di autofinanziamento da utili netti, dovuto al peso gravoso degli oneri finanziari che l'indebitamento obbliga a pagare.

Si realizza quindi uno squilibrio patrimoniale e finanziario, che quando ci si trova in fasi negative del ciclo economico, causa delle difficoltà nel rimborso dei prestiti: le passività consolidate, vale a dire quelle di medio e lungo periodo e il patrimonio netto dell'impresa risultano inferiori rispetto all'attivo immobilizzato, ovverosia le attività in cui l'impresa investe le sue risorse, il quale di conseguenza risulterà in parte finanziato con i debiti a breve termine.

Tali circostanze si traducono in uno squilibrio perché i debiti a breve termine dovranno essere ripagati molto prima rispetto a quando gli investimenti che questi ultimi finanziano daranno i loro benefici: l'impresa quindi avrà difficoltà a rimborsare il capitale e gli interessi derivanti dall'indebitamento a breve.

Gli effetti sono una minore flessibilità nelle scelte di finanziamento e una maggiore fragilità finanziaria: l'impresa, in questo modo, risulta più esposta a crisi finanziarie e ha più difficoltà nel resistere a crisi economiche con la conseguenza che, tutto ciò, comporta minori opportunità di crescita e maggiore onerosità del debito.

Il capitalismo familiare, poi, risulta preponderante in Italia non solo tra le PMI, ma anche nelle imprese di maggiore dimensione.

Gran parte delle imprese italiane, intorno all'80%, è a conduzione familiare diretta e la loro gestione è affidata ad un management di matrice familiare.

Tali soggetti sono profondamente restii ad aprirsi a degli investitori esterni che potrebbero apportare nuovo capitale di rischio e risultano culturalmente contrari all'intervento di manager estranei.

La gestione familiare rende chiara sia la diffidenza nei confronti della raccolta di capitali presso i mercati finanziari, sia la predilezione nei confronti del credito bancario come fonte quasi esclusiva di finanziamento.

Non meno importante è la non disponibilità di estendere l'azionariato, che permetterebbe di poter intraprendere un percorso di crescita dimensionale e produttiva: ciò che si teme con il ricorso al mercato dei capitali è il rischio della perdita di controllo dell'impresa, il dover sostenere elevati costi e il rispetto degli obblighi più stringenti in tema di trasparenza, oltre ad una maggiore visibilità agli occhi del fisco.

Spesso le PMI risultano incapaci di compiere un percorso di crescita produttiva e dimensionale proprio perché la loro struttura finanziaria non permette loro di compiere un'evoluzione: una struttura del passivo sbilanciata verso il debito frena la crescita delle imprese perché non offre la possibilità di finanziare progetti che hanno lunghi tempi di realizzazione e di rientro oppure il cui esito è incerto.

Se da un lato, l'eccessivo indebitamento bancario crea degli squilibri, dall'altro lato anche il ricorso al capitale di rischio, come già detto, è limitato e non permette una struttura più bilanciata.

In Italia tutte le imprese soffrono di una carente patrimonializzazione e questo può evincersi dal grado di leva finanziaria, che risulta elevato non solo in senso assoluto, ma anche se confrontato con gli altri principali paesi europei.

Il leverage ratio o leva finanziaria è un indice che misura il rapporto tra i debiti finanziari di un'impresa e la loro somma con il patrimonio aziendale: esso aiuta a comprendere quali sono le fonti di finanziamento utilizzate da un'impresa e in che misura queste contribuiscono a finanziare l'attività imprenditoriale.

Un'impresa ben capitalizzata garantisce meglio il proprio debito e quindi può accedere più facilmente e a condizioni migliori al credito bancario o di mercato.

Una struttura più bilanciata ed in cui sia presente in misura più consistente il capitale di rischio eviterebbe all'impresa il pagamento di un prestabilito ammontare di interessi e il rimborso del capitale; allo stesso modo la diversificazione dei finanziamenti permetterebbe all'impresa di non indebitarsi solo con prestiti a breve, ma di scegliere delle modalità di indebitamento di lungo periodo, in maniera tale da poter finanziare nuovi progetti o compiere investimenti innovativi, oppure da investire nell'aumento dimensionale dell'impresa.

I.1.8. La crisi finanziaria

Le due crisi finanziarie che si sono verificate nel 2007/2008 (fallimento di Lehman Brothers) e tra il 2011 e il 2013 (crisi dei debiti sovrani) hanno avuto a livello mondiale un pesante effetto di recessione e di razionamento del credito.

Questi due drammatici eventi, che hanno colpito in modo particolare l'area euro, sono stati ampliati dalla fragilità finanziaria che già caratterizzava il panorama italiano.

Tra gli altri effetti, hanno provocato anche il noto fenomeno del credit crunch: il credito bancario alle imprese ha subito una notevole restrizione a partire dal 2007, fino a quando, nel 2009, la dinamica dei prestiti non è divenuta negativa.

Dopo un inizio di ripresa economica e di erogazione del credito nel periodo 2010/2011, la crisi dei debiti sovrani iniziata alla fine del 2011 ha innescato in Italia una pesante fase recessiva, della quale tutt'oggi non si vede la fine, con un ulteriore razionamento del credito.

Intorno alla metà del 2008 le imprese italiane si sono trovate con dei bilanci molto "appesantiti" da un ingente indebitamento, elevato sia se confrontato con gli andamenti passati, sia se paragonato agli andamenti degli altri paesi europei, tanto che gli oneri finanziari erodevano un quarto del margine operativo lordo.

Il peggioramento delle condizioni economiche per la contrazione dei flussi di reddito, ha provocato una riduzione della redditività e della capacità di autofinanziamento delle imprese: la conseguenza è che le imprese sono costrette a

rivedere i propri piani di investimento e a ridimensionare le loro esigenze di finanziamento al punto che il fabbisogno finanziario per investimenti si è, inevitabilmente, ridotto.

Altra considerazione va fatta sulle tensioni di liquidità: i clienti delle imprese allungano i tempi di pagamento, per dei ritardi e, conseguentemente, porta le imprese a ritardare, a loro volta, i pagamenti ai fornitori.

Tutto questo si traduce in un peggioramento della qualità della domanda di finanziamenti esterni, perché la maggior parte dei prestiti che vengono richiesti riguardano il fabbisogno di capitale circolante.

Per quel che concerne le banche non può nascondersi il fatto che la crisi ha avuto un impatto negativo sulla loro condizione patrimoniale e di liquidità collegabile ad una limitazione nella loro capacità di accedere a finanziamenti esterni costringendole, per necessità o per volontà, ad essere più selettive nell'esaudire le domande di finanziamento della clientela.

I fattori principali, dal lato dell'offerta, sono riconducibili ad un irrigidimento nei criteri di erogazione dei prestiti e all'aumento del rischio di credito: la maggiore rischiosità dei debitori può aver infatti indotto gli intermediari ad utilizzare una maggiore cautela nel concedere prestiti e a richiedere margini d'interesse o garanzie reali più elevati.

L'aumento del rischio di credito con il sopraggiungere della crisi è confermato dall'incidenza del flusso di nuove sofferenze sui prestiti bancari, che giustifica la

maggior avversione al rischio che caratterizza le banche nei periodi di recessione come quello che si sta descrivendo.

Le cause macroeconomiche della crisi sono state amplificate dalle imperfezioni del mercato del credito con delle ricadute sull'attività e sugli investimenti delle imprese che sono tanto più accentuate quanto maggiore è la loro dipendenza dal credito bancario.

Queste due crisi hanno avuto degli effetti differenti sulle diverse tipologie di imprese: il rallentamento del credito seguito alla crisi del 2007/2008 ha avuto le maggiori ripercussioni sulle imprese medio-grandi, al contrario a partire dalla crisi dei debiti sovrani il credit crunch ha colpito e continua a colpire principalmente le PMI.

In questa seconda fase recessiva le imprese di maggiori dimensioni hanno potuto attivare canali alternativi di finanziamento e modificare così la composizione degli strumenti di debito, emettendo ad esempio prestiti obbligazionari, mentre tra le imprese di minore dimensione l'accesso al credito è divenuto sempre più difficile e si riscontrano ampiamente sia casi di imprese razionate sia casi di imprese che hanno visto rifiutarsi i finanziamenti richiesti.

Infatti le percentuali di diminuzione annua nell'erogazione del credito sono state di gran lunga superiori nei riguardi delle PMI, come più volte evidenziato nelle Relazioni Annuali della Banca d'Italia.

In conclusione, a partire dalla fine del 2008, le imprese – soprattutto le PMI – hanno vissuto e vivono tuttora un periodo di difficile accesso al credito; per l'Italia si tratta del periodo più prolungato, diffuso e marcato di restringimento dell'offerta di credito dagli inizi degli anni novanta.

Come da più parti rilevato le condizioni di offerta del credito, considerate le attuali normative prudenziali europee e il protrarsi della fase recessiva, non potranno tornare ai livelli precedenti alla crisi, d'altro canto per tornare a crescere le imprese devono far ripartire gli investimenti che soprattutto nel caso delle PMI risultano fortemente limitate.

I.1.9. Finanziamento a medio/lungo termine

Il lungo periodo del razionamento del credito ha in particolare aggravato le difficoltà delle PMI nel reperire fonti di finanziamento a medio e lungo termine, essenziali per la realizzazione dei loro investimenti a sostegno della ripresa economica.

In tutta Europa, infatti, la crisi finanziaria ha ridotto la capacità del settore finanziario di incanalare i risparmi verso gli investimenti a lungo termine; la situazione attuale di generale debolezza economica e di recessione ha creato un clima di incertezza e di avversione al rischio soprattutto negli stati come l'Italia in difficoltà finanziarie e per le piccole e medie imprese.

Nel nostro paese infatti si sono riscontrati significativi rischi di carenza di fondi nei settori delle infrastrutture e nelle PMI che svolgono un ruolo di rilievo nelle prospettive di crescita e di occupazione a lungo termine.

Le banche si sono rivelate particolarmente restie ad accordare crediti a medio lungo termine a settori di imprese che mostrano un generalizzato calo della redditività e un aumento delle sofferenze, limitando l'assunzione di tali tipi di rischi a lunga scadenza e/o proponendo alle imprese richiedenti condizioni eccessivamente stringenti.

Peraltro, come rilevato anche in sede comunitaria, per rilanciare la crescita è essenziale migliorare il finanziamento a lungo termine dell'economia europea e in particolare delle PMI che di questa costituiscono l'ossatura.

Reperire risorse da destinare agli investimenti, ha bisogno di uno sforzo immane che può svilupparsi, però, su tre direzioni: rilancio del credito bancario; promozione della finanza non bancaria e uso ancor più efficiente delle risorse pubbliche, attraverso garanzie sui prestiti, ulteriori incentivi fiscali mirati e strumenti finanziari comunitari.

L'UE, quantomeno dal 2008, ha inteso intraprendere una serie di progetti e di iniziative rivolti in particolare al sostegno delle piccole e medie europee e al superamento della loro storica dipendenza dal finanziamento bancario con lo sviluppo di finanziamenti alternativi di debito e il maggior ricorso al capitale di

rischio (Small Business Act, Libro Verde sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea nel 2013; Unione dei mercati dei capitali - CMU).

Per quanto riguarda l'aspetto della promozione dei finanziamenti alternativi al credito bancario, nello specifico per le PMI che qui interessa, si deve ricordare come storicamente, e ancor più nella fase di recessione e di crisi finanziaria, risultò chiusa per tale tipologia di imprese la possibilità di emissione di obbligazioni e di altri titoli di debito.

Per tutto il periodo della crisi finanziaria il ricorso delle imprese italiane non finanziarie al mercato obbligazionario è rimasto estremamente limitato, al punto che in alcuni anni si potrebbe parlare di un arresto virtuale di questo mercato.

Per le PMI il ricorso al finanziamento non bancario tramite emissioni di obbligazioni e titoli simili è rimasto da sempre estremamente limitato, se non addirittura inesistente, oltre che per motivi legati alla loro maggiore rischiosità e all'eccessivo costo di tale forma di indebitamento, soprattutto a causa delle rigide limitazioni alla possibilità della loro emissione derivanti dalla normativa civilistica e fiscale.

I.1.10. Le motivazioni dell'introduzione dei Minibond per le PMI

Dal punto di vista delle banche la crisi finanziaria è stata solo uno degli aspetti che ha portato al fenomeno del credit crunch: il fenomeno della restrizione del

credito alle imprese e alle famiglie è anche una conseguenza dell'irrigidimento nei criteri di erogazione dei prestiti dovuto alle regole di Basilea.

Le autorità di vigilanza internazionali si riuniscono da tempo nel Comitato di Basilea per definire delle regole che si propongono di stabilizzare il mondo finanziario, facendo in modo che tutti i principali player del mercato adottino gli stessi criteri in materia di capitalizzazione, gestione del rischio e di liquidità.

Ciò su cui ci si può focalizzare è il requisito patrimoniale minimo, già definito in Basilea I e si tratta sostanzialmente di una quota di capitale che le banche o gli altri intermediari devono “vincolare”, destinandola a proteggere i depositanti dal rischio di credito, ovvero il rischio di perdite dovute al decadimento del merito creditizio del debitore (a cui la banca eroga un prestito).

Le modifiche apportate da Basilea II, poi, hanno portato le banche ad utilizzare dei criteri di selezione della clientela più rigidi, che si basano sul rating delle imprese che richiedono dei finanziamenti: questo aspetto ha sicuramente comportato una riduzione del credito concesso alle imprese, perché, da un lato la necessità di dover rispettare una determinata soglia di patrimonio di vigilanza si è tradotta in una riduzione degli impieghi di risorse nei prestiti alla clientela, dall'altro l'utilizzo del rating e di criteri di ponderazione del rischio più specifici hanno determinato una diminuzione delle imprese meritevoli di ottenere prestiti.

Alcuni tra i richiedenti e gli affidati, infatti, in particolare le PMI, presentavano livelli di ponderazione molto elevati al punto da indurre gli istituti a ritirare gli affidamenti in conto corrente e a limitare la concessione di nuove linee di credito.

Basilea III è un'ulteriore revisione dell'accordo che, oltre ad inasprire i requisiti in termini di capitale con il capital conservation buffer e il countercyclical capital buffer (i quali possono portare il total capital ratio di un singolo istituto fino al 10,5%), introduce anche un ulteriore requisito riguardante la liquidità: il terzo accordo di Basilea ha imposto un Liquidity Coverage Ratio (LCR), un parametro che stabilisce di quanto denaro liquido devono disporre le banche per fronteggiare crisi improvvise, garantendo una copertura del rischio di liquidità per 30 giorni.

In base al LCR le banche devono mantenere un adeguato livello di attività liquide di elevata qualità (HQLA) non vincolate che possano essere facilmente e immediatamente convertite in contanti nei mercati privati per affrontare dei momenti di stress della liquidità.

In aggiunta al LCR, Basilea III prevede anche il Net Stable Funding Ratio (NSFR), misurato dal rapporto tra l'ammontare di provvista stabile disponibile e l'ammontare di provvista stabile obbligatoria: per "provvista stabile disponibile" si intende la porzione di patrimonio e passività che si ritiene risulti affidabile nell'arco temporale di un anno, mentre per "provvista stabile obbligatoria" si intende quella richiesta ad una specifica istituzione e dipende dalla vita residua

delle attività detenute dalla stessa, dalle sue esposizioni fuori bilancio, nonché dalle sue caratteristiche di liquidità.

Il NSFR serve per tracciare il profilo di rischio di funding di una banca e riflette il grado atteso di stabilità delle passività e quello di liquidità delle attività.

Gli obiettivi perseguiti con la graduale attuazione di Basilea III sono quindi quelli di una maggiore patrimonializzazione delle banche e di deleveraging, ovvero di alleggerimento delle esposizioni di finanziamento, che avviene prevedendo il contenimento della leva finanziaria (Leverage Ratio che deve essere pari al 3% dell'attivo non ponderato) della banca, ed infine tenendo conto dell'esigenza di doversi tutelare dal rischio di liquidità nel momento in cui si verificano degli eventi improvvisi di stress di matrice economica e finanziaria.

Garantire e promuovere, da un lato, un sistema finanziario stabile e dall'altro essere pronti a ridurre al minimo le ricadute negative sulla crescita economica attraverso una regolamentazione del capitale bancario di carattere anticiclico.

Queste dinamiche hanno portato di fatto ad un'ulteriore restrizione dell'offerta del credito.

I nuovi più stringenti criteri di ponderazione a fronte del rischio di credito e, in particolare, l'esplosione dei crediti scaduti e dei crediti in sofferenza (ponderati a percentuali più elevate), l'introduzione dei buffer aggiuntivi anche a seguito degli stress test effettuati dall'EBA (European Banking Authority), la necessità di

acquisire gli attivi dal LCR hanno sensibilmente elevato le necessità di capitali propri da parte delle banche.

Nell'impossibilità di generali e ripetuti aumenti di capitale in presenza della crisi economica, il sistema bancario italiano ha conseguentemente attuato politiche restrittive del credito alla clientela, in particolare alle PMI, preferendo spesso impiegare le proprie risorse in Titoli di Stato a ponderazione zero e più facilmente liquidabili.

Le banche, quindi, non sono più disposte a concedere facilmente finanziamenti alle imprese, perché questo vuol dire dover accantonare una quota maggiore di patrimonio di vigilanza per salvaguardarsi dai rischi di perdite.

L'introduzione di questi più stringenti criteri, combinata con gli effetti dei due periodi di recessione che hanno colpito l'Italia in questi ultimi anni, hanno fatto sentire pesantemente i loro effetti sulle piccole e medie imprese.

Le PMI italiane presentano non solo debolezze strutturali, come l'eccessivo indebitamento e la conseguente sottocapitalizzazione ma, a causa della crisi, hanno subito le politiche di restrizione creditizia intraprese dalle banche, che hanno posto un freno alla loro crescita e alla capacità di finanziare progetti di sviluppo a medio e lungo termine.

Inoltre, la maggiore attenzione al rischio di credito da parte del sistema bancario, seguita all'introduzione dei sistemi di rating standardizzati o interni, ha fatto sì che molte tra le piccole e medie imprese venissero classificate come posizioni

creditorie particolarmente rischiose alle quali assegnare ponderazioni sensibilmente elevate, che incidevano pesantemente sul patrimonio di vigilanza della banca.

Il rischio di credito particolarmente elevato unito con le incerte prospettive dell'andamento dell'economia in generale e della singola PMI richiedente, hanno reso estremamente difficile ottenere adeguati finanziamenti a medio e lungo termine essenziali per il loro sviluppo.

Le banche, infatti, piuttosto che effettuare impieghi a medio e lungo termine particolarmente rischiosi, difficilmente liquidabili e dal rientro dilazionato dall'ammortamento dei prestiti, hanno preferito rifiutare o comunque limitare le operazioni a medio e lungo termine, concentrandosi piuttosto su operazioni di prestito di breve durata e a revoca, meno rischiose e più facilmente liquidabili.

L'accordo di Basilea III è stato tradotto in un minore sostegno del settore bancario alla crescita delle PMI, le quali hanno minori possibilità di accesso a forme di finanziamento alternative a quelle bancarie.

Gli osservatori economici e alcune simulazioni formulate dall'EBA valutano che a regime le banche, a seguito dell'avvento del nuovo framework normativo Basilea IV, saranno plausibilmente sottoposte a richieste aggiuntive di capitale proprio.

In particolare questo vale per le banche sistemiche (G-SIB) e quelle "significative" che utilizzano i "modelli interni".

Inoltre la nuova struttura dei coefficienti da utilizzarsi per la determinazione dei *Risk Weighted Assets* probabilmente metterà in difficoltà quegli enti finanziari che operano prevalentemente nell'erogazione di mutui e leasing immobiliari.

Conseguentemente l'avvento di Basilea IV costringerà le banche ad orientare i loro "*business model*" per concentrarsi quindi su aree di maggior specializzazione, impegnando in modo adeguato le relative disponibilità di capitale e ricercando *pricing* remunerativi.

Per far fronte al generale fenomeno del credit crunch, e in particolare ai suoi effetti sulle forme di finanziamento a lunga durata, le grandi imprese quotate in borsa hanno potuto ricorrere alle emissioni obbligazionarie, soluzione che non era invece consentita alle PMI a causa dei vincoli normativi esistenti.

Le conseguenze di questa situazione fin qui descritta, destinate tra l'altro a rimanere nel tempo per il mutato quadro regolamentare, hanno indotto le autorità europee e italiane in particolare a ipotizzare una serie di misure rivolte a far ripartire l'economia europea ed italiana soprattutto le piccole e medie imprese, definite motore dell'economia europea, e a sviluppare la loro capacità di accedere a forme di finanziamento non bancario e migliorare la loro capacità di capitalizzarsi.

In quest'ottica i governi italiani che si sono susseguiti in questi ultimi anni hanno intrapreso un percorso normativo volto ad agevolare, da parte delle PMI, l'emissione di forme di finanziamento non bancario.

CAPITOLO II

QUADRO NORMATIVO E FISCALE

II.1 LA NORMATIVA DI RIFERIMENTO SUI MINIBOND

Gli strumenti chiamati minibond sono titoli e affini riadattati ad una nuova e più ampia platea di utilizzatori, semplificandone l'accesso, rendendolo più vantaggioso sia per gli emittenti che per gli investitori.

L'intervento del legislatore ha modificato la normativa per allargare le maglie: in tal modo la platea delle PMI che possono far ricorso al mercato dei capitali per trovare e ottenere risorse finanziarie utili per il loro sviluppo e la loro crescita dimensionale si è ampliata.

Le novità introdotte con diversi e successivi decreti emanati dai vari governi succedutisi a partire dal 2012, sono volte a rafforzare la ripresa del tessuto imprenditoriale italiano, indebolito dalla crisi, e di conseguenza la disciplina si focalizza molto più sui destinatari di tali strumenti che sulla tipologia degli stessi.

II.1.1. Provvedimenti legislativi

I decreti che contengono le maggiori e più importanti disposizioni nell'ambito dei cd. minibond, sono:

1- D. L. 83 del 22 giugno 2012, convertito con modifiche con L. 134/2012, il cd.

Decreto Sviluppo;

2- D. L. 179 del 18 ottobre 2012, convertito con modifiche con L. 221/2012, il cd.

Decreto Sviluppo bis;

3- D. L. 145 del 23 dicembre 2013, convertito con L. 9/2014, il c.d. piano

Destinazione Italia;

4- D. L. 91 del 24 giugno 2014, convertito con L. 116/2014, il c.d. Decreto

Competitività.

Con riferimento alle conseguenze economiche della pandemia, citiamo:

- D. L. 18 del 17 marzo 2020, convertito con modifiche con L. 27/2020, il cd.

Decreto Cura Italia;

- D. L. 23 dell'8 aprile 2020, convertito con modifiche con L. 40/2020, il cd.

Decreto Liquidità;

che hanno reso operativo un programma di garanzie pubbliche – attraverso il Fondo di Garanzia per le PMI e la Garanzia Italia di SACE – che ha coinvolto anche le operazioni di sottoscrizione di minibond per il finanziamento di investimenti e capitale circolante.

- D. L. 73 del 25 maggio 2021, convertito con modifiche con L. 106/2021, il cd.

Decreto Sostegni bis;

che ha esteso l'operatività del Fondo di Garanzia per le PMI anche ai portafogli di obbligazioni ("basket bond") emesse per finanziare la realizzazione di programmi qualificati di sviluppo aziendale.

Le finalità dei sopracitati interventi normativi sono da ricollegare alla necessità di far sorgere anche in Italia una normativa prima e un mercato dei capitali poi, in linea con i restanti paesi europei da tempo dotati di una legislazione a riguardo.

Prendiamo in esame ogni decreto singolarmente, in modo da coglierne gli aspetti specifici e rilevanti.

II.1.2. Decreto Sviluppo

Il cd. Decreto Sviluppo è il primo dei decreti concernenti la materia dei minibond: con tali provvedimenti si è proceduti a rimuovere gran parte delle disparità dovute alla diversa imposizione fiscale alla quale erano sottoposti i titoli di debito emessi dalle PMI non quotate e, dall'altra parte, quelli emessi da società quotate.

Tale volontà si rintraccia negli artt. 32 e 32 bis del citato decreto (rubricati al capo II° denominato "Nuovi strumenti di finanziamento per le imprese").

Le disposizioni fiscali introdotte dal legislatore riguardano tre principali ambiti:

I. la deducibilità degli interessi passivi;

II. l'esenzione della ritenuta sugli interessi pagati;

III. l'immediata e totale deducibilità delle spese sostenute per l'emissione dei titoli.

La possibilità di dedurre gli interessi passivi è disciplinata dall'art 32, comma 8, "Le disposizioni dell'articolo 3, comma 115, della Legge 28 dicembre 1995, nr. 549, non si applicano nei casi in cui le obbligazioni e le cambiali finanziarie, emesse da società non emittenti di strumenti finanziari rappresentativi del capitale quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, diverse dalle banche e dalle micro-imprese, come definite dalla raccomandazione 2003/362/CE della Commissione, del 6 maggio 2003, a decorrere dalla data di entrata in vigore del presente decreto-legge, siano sottoscritti da investitori qualificati che non siano, anche per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, direttamente o indirettamente soci della società emittente".

In sintesi, gli interessi passivi, sono deducibili ai fini dell'Ires entro il 30% del margine operativo lordo, a patto che i titoli siano emessi da società con azioni non quotate, con l'esclusione di banche e micro-imprese, e negoziati su mercati regolamentati.

Nel caso di titoli non D. L. 22 giugno 2012, nr. 83, quotati nei mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione, gli interessi passivi sono diventati deducibili fino al 30% del margine operativo lordo solo qualora i titoli siano detenuti da investitori qualificati che non detengano una quota superiore al 2% del capitale della società emittente e a condizione che il beneficiario sia residente in Italia o in nazioni che garantiscano un adeguato scambio di informazioni.

La normativa precedente, per quanto concerne la possibilità riservata alle imprese emittenti di dedurre gli interessi passivi, stabiliva la possibilità di dedurre gli interessi solo per la quota-parte inferiore o pari:

1. al doppio del “tasso ufficiale di riferimento” determinato dallo stato per i titoli di debito negoziati sui mercati regolamentati UE inclusi nella cosiddetta White List (quei paesi che consentono un adeguato scambio di informazioni);
2. al tasso ufficiale moltiplicato per $5/3$, per i titoli di debito che non sono inclusi nella lista sopra citata. Chiaramente, nei casi in cui gli interessi erano superiori rispetto a quanto ammesso in deduzione dalla normativa preesistente, la parte restante risultava essere indeducibile. La norma fondava la sua ratio sull'intenzione di evitare il cd. “arbitraggio fiscale” nel caso limite in cui i titoli fossero stati sottoscritti da soggetti riconducibili agli azionisti della società. Per quello che riguarda le modifiche inerenti l'esenzione degli interessi corrisposti dall'emittente al sottoscrittore, il comma 9, dell'art 32, statuisce, testualmente, che“La ritenuta del 20 per cento di cui al comma 1 dell'articolo 26 del Decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, nr. 600, non si applica sugli interessi ed altri proventi delle obbligazioni, delle cambiali finanziarie, e titoli similari, emessi da banche, da società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati membri dell'Unione Europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi

dell'articolo 168-bis del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al Decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, nr. 917, e da enti pubblici economici trasformati in società per azioni in base a disposizione di legge, nonché sugli interessi ed altri proventi delle obbligazioni e titoli simili negoziati nei medesimi mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione emessi da società diverse dalle prime”.

La ritenuta del 20% è stata poi innalzata al 26% a partire dal 1° luglio 2014.

L'ultima agevolazione introdotta dal legislatore è quella della deducibilità delle spese di emissione: il comma 13, dell'art 32 stabilisce che “Le spese di emissione delle cambiali finanziarie, delle obbligazioni e dei titoli simili di cui all'articolo 1 del Decreto Legislativo 1° aprile 1996, nr. 239, comma 1, sono deducibili nell'esercizio in cui sono sostenute indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio”. Le spese di emissione sono quelle sostenute per le commissioni che competono all'arranger, all'advisor, alla società che emette il rating, ai compensi riguardanti le commissioni relative al collocamento, ai compensi professionali e tutto ciò che involge l'emissione del prestito obbligazionario.

Per quanto riferibile alla normativa civilistica, il legislatore ha disposto delle deroghe all'articolo 2412; queste sono contenute al comma 26, dell'art 32 “all'articolo 2412 del codice civile, il quinto comma è sostituito dal seguente”.

II.1.3. Piano Destinazione Italia

Il decreto c.d. “Piano Destinazione Italia” focalizza l’attenzione dell’ampliamento dell’offerta di forme di finanziamento nel medio - lungo termine che risultino essere alternative al canale bancario.

Le nuove disposizioni contenute all’interno del decreto riguardano: la cartolarizzazione dei titoli obbligazionari, il privilegio speciale e l’imposta sostitutiva.

Per ciò che concerne la cartolarizzazione dei titoli, il legislatore, con la Legge 130/1991 ha ampliato l’intervento anche alle obbligazioni e titoli ad esse assimilabili, con l’esclusione dei titoli partecipativi, ibridi e convertibili.

L’art. 12 “Misure per favorire il credito alla piccola e media impresa” contiene disposizioni riguardanti la cartolarizzazione dei titoli.

Vi è la possibilità, per le SPV (Special Purpose Vehicle) costituite per la cartolarizzazione dei crediti, di sottoscrivere direttamente le emissioni di minibond, con la finalità di ampliare la domanda di tali strumenti finanziari.

A tal proposito l’art 12, comma 1, statuisce “Alla Legge 30 aprile 1999, nr. 130, sono apportate le seguenti modificazioni: a) all’articolo 1, dopo il comma 1, è inserito il seguente: 1-bis”.

Tale decreto ha eliminato la ritenuta d’acconto che gravava in misura del 26% sugli interessi e sui proventi relativi ai minibond; l’art 12, comma 5, stabilisce che “Dopo l’articolo 32, comma 9 del decreto legge 22 giugno 2012, nr. 83,

convertito, con modificazioni, dalla Legge 7 agosto 2012, nr.134, è inserito il seguente...”.

La volontà di rendere più semplice l’accesso al canale di finanziamento extra-bancario si evince dall’estensione del privilegio speciale sui beni mobili destinati all’attività di impresa (art. 46 del D. L. 385/1993) anche a garanzia di emissioni obbligazionarie.

Il privilegio speciale poteva essere, precedentemente, costituito solo a garanzia dei finanziamenti bancari a medio e lungo termine; dopo l’intervento legislativo, tale privilegio può essere anche costituito per garantire le emissioni di minibond.

Esso deve risultare da atto pubblico notarile e, al fine di invocarne l’opponibilità nei confronti dei terzi, deve essere trascritto nel registro di cui all’art. 1524, comma 2, del codice civile.

La presenza di garanzie collegate ai minibond riduce il rendimento che l’emittente deve corrispondere sui titoli finanziari emessi, con la conseguenza, quindi, di ridurre il costo del finanziamento ottenuto.

II.1.4. Decreto Competitività

Tale decreto è una disposizione legislativa che contiene norme e provvedimenti volti ad assicurare una maggiore competitività alle imprese italiane nei mercati internazionali, oltre ai contenuti in materia di minibond.

Tale decreto cerca di stimolare la domanda di minibond, soprattutto quella proveniente da investitori esteri: questa maggiore spinta ad internazionalizzare le fonti di finanziamento è disciplinata dall'articolo 22, comma 1, denominato "Misure a favore del credito alle imprese". "Dopo il comma 5 dell'articolo 26 del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n.600, è aggiunto il seguente...".

Vien data, inoltre, con tale decreto, la possibilità per le compagnie assicurative e per le società di cartolarizzazione di concedere finanziamenti diretti alle PMI.

Condizione essenziale per l'eliminazione della ritenuta di acconto del 26%, la quale grava sugli interessi e i proventi di obbligazioni anche non quotate in sistemi multilaterali ExtraMot Pro, consiste nella collocazione di tali titoli presso gli investitori istituzionali.

I sottoscrittori non devono più pagare imposte che gravano sul trasferimento delle garanzie accessorie, come i crediti ipotecari.

Tutti i provvedimenti presi vanno nella direzione di completare un quadro normativo favorevole sia all'emissione diretta di titoli obbligazionari da parte delle PMI, sia alla riduzione del costo del capitale, sia alle operazioni di cartolarizzazione atte a rendere tali piccole emissioni attraenti per gli investitori anche in funzione delle opportunità legate alla diversificazione del rischio di insolvenza.

II.1.5. Vantaggi e limiti dei minibond

Le emissioni di minibond presentano vantaggi sia per gli investitori sia per le PMI che decidono di intraprendere questa strada come via di finanziamento alternativa ai canali classici: permette di attingere capitali per il proprio funzionamento e per un ipotetico sviluppo, non solo dal classico canale bancario, ma anche dal mercato dei capitali.

Al riguardo, l'esempio più esplicativo è rappresentato dal caso in cui una banca, che ravvisi delle difficoltà finanziarie per l'impresa, richieda anticipatamente un rientro delle linee di fido: in tale circostanza una PMI vede aggravarsi ancor di più la propria posizione economico-finanziaria.

Pertanto, uno dei punti di forza è costituito dall'irrevocabilità del finanziamento ottenuto dagli investitori sottoscrittori (salvo eccezioni, per la presenza di apposite clausole a favore dell'investitore sottoscrittore).

Tale condizione di irrevocabilità del finanziamento permette all'impresa di programmare nei minimi dettagli i cash flows futuri, sapendo con largo anticipo quanto dovrà corrispondere agli investitori e con che cadenza temporale sarà tenuta a farlo.

Il ricorso allo strumento dei minibond permette quindi di stabilizzare la linea di credito, di cui l'impresa ha necessariamente bisogno per vivere, nel medio – lungo termine.

I finanziamenti ottenuti dal sistema bancario (mutui esclusi) creano, nella quasi totalità dei casi, un inevitabile disallineamento tra l'attivo e il passivo di bilancio delle imprese coinvolte.

In tale contesto, pertanto, le passività iscritte a bilancio, nel caso in cui la PMI faccia ricorso ai prestiti bancari, hanno una durata media inferiore rispetto alla scadenza media dell'attivo patrimoniale, tale situazione di disallineamento viene chiamata mismatch of maturity (il ricorso ai minibond permette pertanto di ovviare a tale situazione con l'obiettivo esplicito di ottenere una maggiore coerenza tra la scadenza media dell'attivo e la durata media del passivo patrimoniale, conseguendo così un migliore equilibrio economico patrimoniale).

Il raggiungimento di una maggiore coerenza fra attivo e passivo di bilancio genera nel tempo un sensibile miglioramento degli equilibri patrimoniali e finanziari dell'impresa e di conseguenza una possibile migliore valutazione del merito creditizio da parte delle banche finanziatrici, con la possibilità di ottenere ulteriori linee di credito dal settore bancario.

Altro aspetto riguarda la possibilità di emettere titoli di debito senza la necessità di ricorrere a garanzie reali o personali da parte dell'imprenditore emittente, lasciando così inalterata la capacità di richiedere e ottenere i finanziamenti dal canale bancario.

La modalità di rimborso, prediletta dalle PMI, è quella c.d. bullet: la maggioranza delle emissioni effettuate nel mercato italiano hanno questa modalità.

Essa permette di rimborsare il capitale in un'unica soluzione a scadenza, consentendo alla PMI di procedere al pagamento del capitale nel momento in cui gli investimenti effettuati abbiano già cominciato a produrre i relativi cash flows. Per l'investitore, viceversa, la pratica di rimborso bullet, costituisce un elemento negativo, perché costituito dall'aumento del rischio causato dall'incremento della duration del titolo in questione.

Per converso, si è potuto notare, che nel tempo è aumentato il numero delle emissioni ammortizing, questo per rendere più appetibili i titoli agli occhi degli investitori riducendo in misura sostanziale la duration.

Nel caso in cui un'impresa decida di finanziare il proprio sviluppo e la propria crescita dimensionale attraverso i minibond, questa, sarà più propensa a ricorrere ad una pratica di ammortamento progressivo del debito in essere utilizzando i cash flows generati dall'investimento; viceversa, con il ricorso alla tipologia bullet la finalità consiste nell'ottenere uno spostamento, dilazionandolo nel tempo, dal canale bancario a quello del mercato dei capitali.

A tutto ciò deve aggiungersi l'incentivo fiscale.

Tali vantaggi riguardano la possibilità di deduzione dal reddito di impresa degli interessi passivi riconosciuti sui prestiti ottenuti dalle PMI (si applica l'art. 96 del TUIR, determinando, così, un'equiparazione ai fini fiscali degli interessi passivi pagati sui prestiti bancari e quelli pagati sui titoli di debito).

I benefici fiscali sono stati estesi anche agli investitori - nello specifico l'esenzione dalla ritenuta alla fonte su interessi e altri proventi anche per società non quotate - così come previsto dal decreto competitività.

Gli aspetti svantaggiosi e le criticità che i minibond presentano possono essere rivolti al maggior lasso temporale che le imprese impiegano a finanziarsi mediante tali strumenti, rispetto al caso in cui facciano ricorso al classico canale bancario.

Un ulteriore aspetto di non poco conto da tenere in considerazione riguarda la maggiore trasparenza richiesta all'impresa, sia per ciò che riguarda la formazione del bilancio di esercizio, sia per quel che riguarda i progetti e gli investimenti futuri che la PMI intende porre in atto, sia infine per quanto riguarda il suo sistema di corporate governance.

È doveroso, inoltre, tenere in considerazione anche i costi da sostenere nell'emissione di tali titoli, sia quelli riguardanti lo studio di fattibilità dell'operazione sia quelli per la sua effettiva realizzazione.

Tali costi devono essere valutati, adeguatamente, soprattutto adesso, in cui sembra che il credito delle banche verso le PMI sia ripartito o, comunque, che vi possa essere un'inversione di tendenza.

Tali costi variano da caso a caso, in relazione sia alla tipologia di impresa che decide di emettere minibond, sia all'ammontare emesso.

Nel caso in cui si propenda per la dematerializzazione dei titoli è necessario richiedere il codice ISIN alla Banca d'Italia e si deve poi procedere all'accentramento di tali titoli presso un ente autorizzato.

In aggiunta, è indispensabile la certificazione del bilancio d'impresa da parte di una società di revisione contabile.

II.1.6. I limiti della precedente disposizione codicistica

Una serie di limitazioni giuridiche, di tipo civilistico e fiscale ostacolavano l'emissione di obbligazioni da parte delle PMI.

In tema di società per azioni, l'art. 2412 del c.c. prevedeva i seguenti stringenti limiti quantitativi all'emissione di obbligazioni:

- Comma 1: *“la società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, dell'riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato (...)”*
- Comma 2: *“il limite di cui al primo comma può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali (...)”*

- Comma 3: *“Non è soggetta del limite di cui al primo comma (...) l’emissione di obbligazioni garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società (...)”*

- Comma 5: *“il primo e il secondo comma non si applicano all’emissione di obbligazioni effettuata da società con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati”*

In tema di società a responsabilità limitata l’art. 2483 del cod. civ., denominato “emissione di titoli di debito”, introdotto con la riforma del diritto societario del 2003, stabiliva:

- Comma 1: *“se l’atto costitutivo lo prevede la società può emettere titoli di debito (...)”*

- Comma 2: *“i titoli emessi ai sensi del precedente comma possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali (...)”*

Dal punto di vista fiscale esistevano due principali limitazioni, una per la società emittente ed un’altra per i sottoscrittori dei titoli obbligazionari.

In relazione ad entrambi gli aspetti esisteva un duplice regime, costituito da una disciplina agevolata riguardante i cosiddetti “grandi emittenti” e da un’altra riguardante tutti gli altri tipi di emittenti.

Società emittenti: la fiscalità dell'impresa emittente prevedeva la deducibilità degli interessi passivi per Banche, S.p.a. quotate, enti pubblici trasformati in S.p.a. Tali soggetti potevano dedurre gli interessi in base al regime di deducibilità ordinaria previsto dall'art. 96 del TUIR; per tutti gli altri emittenti, viceversa, gli interessi passivi corrisposti per le obbligazioni e gli altri titoli simili emessi da questi soggetti erano sottoposti al più stringente regime di parziale indeducibilità previsto dall'art. 3, comma 115, della Legge 549/95 (Legge Prodi).

Sottoscrittori: la fiscalità per il soggetto sottoscrittore per le obbligazioni emesse da Banche, S.p.a. quotate, enti pubblici trasformati in S.p.a., era sottoposta al regime di imposizione sostitutiva previsto D. Lgs. 239/96; per tutti gli altri emittenti, gli interessi attivi percepiti dai sottoscrittori delle obbligazioni emesse, erano sottoposti alla ordinaria ritenuta con obbligo di rivalsa prevista dall'art. 26 comma 1, del DPR 660/73.

Un ulteriore svantaggio derivante dalla normativa previgente era inoltre costituito dall'imposizione sostitutiva dello 0,25% che gli artt. 15 e ss. del DPR 601/73 prevedevano esclusivamente per i finanziamenti a medio e lungo termine di matrice bancaria e non anche per l'emissione delle obbligazioni e di titoli simili, che scontavano, al contrario, un'imposizione indiretta ben più penalizzante.

È evidente che tale quadro normativo ha costituito un serio ostacolo alla possibilità per le PMI di finanziarsi con le obbligazioni e altri titoli simili.

Da una parte i cosiddetti grandi emittenti non incontravano barriere quantitative di tipo civilistico e i loro titoli obbligazionari producevano interessi che, dal lato passivo, non incorrevano in punitivi limiti di deducibilità, mentre dal lato attivo non subivano la penalizzazione della ritenuta per i sottoscrittori; dall'altra tutte le altre imprese e, quindi, anche le PMI, subivano la limitazione civilistica delle loro emissioni, gli interessi dei loro titoli incorrevano in più severi limiti di deducibilità e subivano la penalizzazione della ritenuta per i loro sottoscrittori. (1)

II.1.7. Quadro normativo attuale: gli aspetti civilistici

Nel quadro di ammodernamento normativo intrapreso, il nuovo testo del comma 5, dell'art. 2412, del codice civile, ha ampliato a dismisura le possibilità per le Società per Azioni di emettere titoli obbligazionari superando i limiti quantitativi fissati dai primi due commi dello stesso articolo.

Innanzitutto, non è più richiesto che la società emittente i titoli obbligazionari sia una società quotata (con azioni quotate) in mercati regolamentati.

L'unico requisito richiesto attualmente perché un'emissione obbligazionaria di una S.p.a – quotata o non quotata – possa superare i limiti dei primi due commi è che si tratti, alternativamente, di emissione di obbligazioni:

- destinate ad essere quotate in mercati regolamentati;
- destinate ad essere quotate in sistemi multilaterali di negoziazione;
- che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni.

Tra le opportunità offerte dal nuovo comma 5 e quelle già previste dalla sottoscrizione da parte di investitori professionali di cui al comma 2, le possibilità per le S.p.a, ed in particolare per le PMI, di emettere obbligazioni per importi rilevanti si sono notevolmente ampliate.

Per quanto riguarda le S.r.l., nulla è cambiato nella normativa del codice civile; già il testo dell'art. 2483, introdotto con la riforma del diritto societario del 2003, non poneva alcun limite quantitativo alla possibilità di emettere titoli di debito, se non quelli stabiliti nell'atto costitutivo.

Il rinvio operato dall'art. 2526 del c.c. alla disciplina prevista per la s.p.a. e per la s.r.l. estende anche alle società cooperative e alle mutue assicuratrici la possibilità di emettere titoli di debito.

Infine, si ricorda la possibilità delle nuove garanzie previste a supporto delle emissioni di obbligazioni da parte delle PMI quali il Privilegio Speciale sui beni mobili dell'impresa o l'intervento del Fondo di Garanzia per le PMI.

A tutt'oggi risulta il seguente quadro normativo:

- Fiscalità dell'impresa emittente: il duplice regime che regolava la deducibilità degli interessi passivi per l'impresa emittente i titoli di debito è venuto meno a seguito del D. Lgs. 14/09/2015, nr. 147 "Disposizioni recanti misure per la crescita e l'internazionalizzazione delle imprese" che all'art. 4, comma 2 e 3, ha abrogato il più penalizzante regime di deducibilità previsto dalla L. 549/95.

Attualmente, quindi, si applica l'unico regime di deducibilità degli interessi passivi previsto dai primi commi dell'art. 96 del TUIR.

- Fiscalità per i sottoscrittori: il regime di imposizione sostitutiva previsto dal D. Lgs. 239/96 è stato esteso.

In conclusione, grazie agli interventi succedutisi, le PMI possono oggi emettere titoli sul mercato obbligazionario, i cosiddetti "Minibond", alle medesime condizioni delle società quotate in Borsa.

È evidente, altresì, che tutti i provvedimenti legislativi prodotti non hanno introdotto un nuovo strumento finanziario "Minibond", bensì hanno rivitalizzato strumenti di debito come le obbligazioni, le cambiali finanziarie e i titoli similari, già esistenti, rimuovendo, però, gli ostacoli ritenuti fondamentali al loro necessario sviluppo.

II.2 PROFILI FISCALI DEI MINIBOND

Nello specifico, il D. L. 83/2012 e quelli successivi, hanno rimodulato, rimuovendoli, gli aspetti critici del regime fiscale che aveva in passato ostacolato l'emissione dei titoli obbligazionari in capo alle PMI.

Hanno consentito perciò di beneficiare di misure fiscali meno penalizzanti, a condizione che l'emissione obbligazionaria sia quotata.

Come si è avuto modo già di esporre nel paragrafo precedente è possibile identificare il regime fiscale per i sottoscrittori e per le società emittenti secondo, per entrambi i soggetti, uno previgente ed uno attuale.

II.2.1. Regime fiscale per i sottoscrittori

A) Regime previgente

Il regime fiscale antecedente all'entrata in vigore del D. L. del 13 agosto 2011 nr. 138, che ha unificato l'aliquota di tassazione dei redditi di natura finanziaria, stabiliva all'art. 26 del DPR 600/1973 un obbligo di ritenuta in capo ai sostituti di imposta mediante l'applicazione dell'aliquota del 27%, che era ridotta al 12,50% per le obbligazioni e titoli similari di durata non inferiore a diciotto mesi e per le cambiali finanziarie, emessi da società ed enti, diversi dalle banche e dalle società con azioni negoziate in mercati di Stati membri della UE o aderenti all'Accordo sullo Spazio Economico Europeo (SEE) inclusi nella lista degli Stati che consentono un adeguato scambio di informazioni.

La minore aliquota era consentita a condizione che il tasso di rendimento effettivo non risultasse superiore: al doppio del tasso ufficiale di riferimento, per le obbligazioni e i titoli similari negoziati in mercati regolamentati degli Stati sopra citati o collocati mediante offerta al pubblico ai sensi della disciplina vigente al

momento dell'emissione; al tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi per le obbligazioni ed i titoli similari diversi dai precedenti.

Era altresì previsto che nel caso in cui il rimborso delle obbligazioni e titoli similari con scadenza inferiore a diciotto mesi avesse luogo prima di tale scadenza, sugli interessi e altri proventi maturati fino al momento dell'anticipato rimborso l'emittente dovesse corrispondere una somma pari al 20%.

A seguito dell'intervento operato dall'art. 2, comma 6, del D. L. 138/2011, vi è stata l'unificazione al 20% dell'aliquota delle ritenute e delle imposte sostitutive sui redditi di capitale disciplinati dall'art. 44 del TUIR.

Pertanto, gli interessi e gli altri proventi derivanti da obbligazioni e titoli similari emessi da sostituti di imposta diversi dai grandi emittenti privati residenti non sono più soggetti a ritenuta con aliquote differenziate sulla base della durata e del tasso di rendimento effettivo; inoltre, è stato abrogato il prelievo del 20% in caso di rimborso anticipato.

Il regime dell'imposta sostitutiva disciplinato dal D. Lgs. 1° aprile 1996, nr. 239 si applicava invece soltanto agli interessi e altri proventi delle obbligazioni e titoli similari emessi dai grandi emittenti privati (banche, società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati di Stati comunitari e Stati aderenti allo Spazio Economico Europeo inclusi nella *white list* ed enti pubblici trasformati in società per azioni).

Tale decreto prevede l'applicazione dell'imposta sostitutiva – prima del 20% e attualmente del 26% (modificata dall'art. 3, comma 1, del D.L. 24/4/2014 nr. 66, conv., con mod. con L. 23/6/2014 nr. 89) – soltanto nei confronti delle persone fisiche, i soggetti dell'art. 5 del TUIR, ad eccezione delle società in nome collettivo, in accomandita semplice ed equiparate, gli enti non commerciali, i soggetti esenti dall'imposta sul reddito delle persone giuridiche e l'erogazione dei proventi al lordo per i cosiddetti soggetti lordisti (ovvero i soggetti diversi). (2)

Inoltre, il D. Lgs. 239/1996 prevede l'importante estensione del regime di esenzione da imposta sostitutiva anche in capo ai soggetti non residenti (3)

B) Regime attuale

L'art. 32, comma 9, del D. L. 83/2012 ha esteso il regime fiscale dei titoli obbligazionari disciplinato dal D. Lgs. 239/1996 anche alle società per azioni con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione nonché alle società non quotate le cui obbligazioni e titoli simili siano negoziate nei mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione.

È stata disposta la modifica dell'art. 1, comma 1, del D. Lgs. 239/1996 nella maniera che segue: *“La ritenuta del 20 per cento di cui al comma 1 dell'articolo 26 del Decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600, non si applica sugli interessi ed altri proventi delle obbligazioni e titoli simili, e delle*

cambiali finanziarie, emesse da banche, da società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati membri dell'Unione europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell'articolo 168-bis del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, e da enti pubblici economici trasformati in società per azioni in base a disposizione di legge, nonché sugli interessi ed altri proventi delle obbligazioni e titoli similari, e delle cambiali finanziarie negoziate nei medesimi mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione emessi da società diverse dalle prime”.

Pertanto, l'ultimo capoverso del comma 1, dell'art. 1, del D. Lgs. 239/1996, come modificato dall'art. 32, comma 9, del D. L. 83/2012, introduce l'esenzione della ritenuta del 26% in caso di emissione di minibond da parte di società che non corrispondono alla categoria dei grandi emittenti, a condizione che questi titoli siano negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione. L'inclusione di questi titoli nell'ambito della disciplina del D. Lgs. 239/1996 si applica a quelli emessi a decorrere dalla data di entrata in vigore del D. L. 83/2012, ovvero dal 26 giugno 2012.

Gli interessi relativi ai minibond e alle cambiali finanziarie non subiscono la ritenuta del 26%, ai sensi dell'art. 26 del DPR 600/1973 ma sono anch'essi

assoggettati al regime dei titoli dei c.d. grandi emittenti disciplinato dal D. Lgs. 239/1996. Conseguentemente:

- a) verrà applicata un'imposta sostitutiva con aliquota del 26% se il percipiente è una persona fisica o un ente o società non commerciale (c.d. nettista),
- b) ovvero l'erogazione senza alcun prelievo alla fonte sia quando il percipiente è una impresa – società o ente commerciale – residente in Italia (c.d. lordista), sia quando il percettore è un soggetto residente all'estero ma in un Paese *white list*.

Questo beneficio riduce il carico di adempimenti sia per l'emittente sia per il sottoscrittore; inoltre dovrebbe essere in grado di veicolare un maggior afflusso di capitali dall'estero. (5)

In questo contesto, si inserisce l'ulteriore modifica normativa introdotta dall'art. 21, comma 1, del D. L. 24 giugno 2014 nr. 91.

Esso, infatti, ha modificato l'art. 1, comma 1, del D. Lgs. 239/1996, *estendendo l'esenzione dalla ritenuta anche al caso di obbligazioni e titoli similari e cambiali finanziarie che non siano negoziati, purché siano detenuti da uno o più investitori qualificati ai sensi dell'art. 100 del D. Lgs. 58/1998.*

Come indicato nei lavori del Senato (6) per l'approvazione del decreto legge in questione, questa misura è destinata ad agevolare le operazioni cosiddette di private placement, ampiamente diffuse nei mercati internazionali.

Il successivo comma 2, dell'art. 21 del D. L. 91/2014 ha modificato il comma 9-bis (7), dell'art. 32 del D. L. 83/2012 prevedendo che *“La ritenuta di cui all'articolo 26, comma 1, del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600, non si applica agli interessi e altri proventi delle obbligazioni e titoli similari e delle cambiali finanziarie corrisposti a organismi di investimento collettivo del risparmio, istituiti in Italia o in uno Stato membro dell'Unione europea, il cui patrimonio sia investito in misura superiore al 50 per cento in tali titoli e le cui quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati ai sensi dell'articolo 100 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n.*

58. La composizione del patrimonio e la tipologia di investitori deve risultare dal regolamento dell'organismo. La medesima ritenuta non si applica agli interessi e altri proventi corrisposti a società per la cartolarizzazione dei crediti di cui alla legge 30 aprile 1999, n. 130, emittenti titoli detenuti dai predetti investitori qualificati e il cui patrimonio sia investito in misura superiore al 50 per cento in tali obbligazioni, titoli similari o cambiali finanziarie”.

Pertanto è prevista la disapplicazione della ritenuta alla fonte per i proventi percepiti da OICR istituiti in Italia o in uno Stato membro dell'Unione Europea, a

condizione che il loro patrimonio sia investito per oltre il 50% nei suddetti titoli e le quote di tali organismi siano detenute esclusivamente da investitori qualificati. Inoltre, come chiarito nel comunicato congiunto dei Ministeri dello Sviluppo economico e dell'Economia e delle Finanze (8), tale misura è finalizzata all'estensione della disapplicazione della ritenuta d'acconto sugli interessi e i proventi delle obbligazioni e dei titoli simili corrisposti alle società di cartolarizzazione che li sottoscrivono, allo scopo di eliminare una residua asimmetria di trattamento fiscale in capo alle suddette operazioni di cartolarizzazione.

II.2.2. Deducibilità per l'emittente

Regime previgente

Prima dell'introduzione del D. L. 83/2012 il regime fiscale in capo all'emittente di obbligazioni era disciplinato dalle regole ordinariamente previste dall'art. 96 del TUIR, al netto di quelli indeducibili in modo assoluto per effetto di specifiche disposizioni delle quali resta ferma l'applicabilità in via prioritaria (l'art. 96 del TUIR prevede la deducibilità degli interessi passivi, al netto di quelli attivi e dei proventi assimilati, nel limite del 30% del risultato operativo lordo della gestione caratteristica (ROL), consistente nella differenza fra il valore e i costi della produzione previsti dalle lett. A) e B) dell'art. 2425 cod. civ.

Qualora il tasso di rendimento effettivo al momento dell'emissione fosse stato superiore ai limiti sopra descritti, gli interessi passivi eccedenti tali limiti erano indeducibili dal reddito d'impresa derivanti da prestiti obbligazionari poiché vigeva la limitazione prevista dall'art. 3, comma 115, della L. 28 dicembre 1995, nr. 549. (9)

Tale disposizione, che limita la deducibilità degli interessi passivi sulla base dei parametri di rendimento del prestito obbligazionario, non si applica agli interessi passivi relativi alle obbligazioni e titoli similari emessi dai c.d. grandi emittenti, i quali restano soggetti esclusivamente alle regole fissate dall'art. 96 del TUIR.

Regime attuale

L'art. 32, comma 8, del D. L. 83/2012 prevede che la specifica indeducibilità stabilita dall'art. 3, comma 115, della L. 28 dicembre 1995, nr. 549 non si applichi alle cambiali finanziarie e ai minibond.

In particolare, con riferimento al soggetto emittente, la norma prevede che si tratti di soggetti con azioni non quotate, diverse dalle banche e dalle microimprese, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione.

Essa tuttavia introduce due condizioni alternative che debbono essere soddisfatte per non incorrere nella speciale indeducibilità prevista dalla L. 549/1995.

La prima condizione consiste nel fatto che questi titoli obbligazionari siano negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi

dell'Unione Europea o di Paesi aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella *white list*.

In questo senso, il legislatore ha previsto che la condizione della quotazione costituisca un elemento di garanzia che consente di beneficiare della disapplicazione dei limiti di deducibilità stabiliti dalla L. 549/1995, senza dover effettuare altre verifiche; in tal caso si applicano soltanto i limiti alla deducibilità degli interessi passivi stabiliti dall'art. 96 del TUIR.

La seconda condizione subentra invece nel caso in cui le cambiali finanziarie, le obbligazioni e i titoli similari non siano quotati; in tal caso la disapplicazione dei limiti di deducibilità stabiliti dalla L. 549/1995 è possibile al verificarsi di tutte le seguenti condizioni: gli strumenti finanziari siano detenuti da investitori qualificati, come definiti ai sensi dell'art. 100 del D. Lgs. 58/1998 (TUF) (10); tali investitori non detengano, direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società fiduciarie e per interposta persona, più del 2% del capitale o del patrimonio della società emittente; il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in Stati e territori che consentono un adeguato scambio di informazioni.

Il limite del 2% del capitale o del patrimonio della società emittente è stato peraltro inserito allo scopo di evitare un'attribuzione di interessi che mascheri dividendi e, più in generale, un fenomeno di erosione dell'imponibile societario.

Per quanto concerne la qualificazione del socio rileva tanto il possesso delle azioni ordinarie quanto di quelle speciali (azioni privilegiate, postergate, di godimento, prive del diritto di voto o con voto limitato o subordinato). (11)

Con riferimento al beneficiario effettivo, la condizione richiesta è quella di una localizzazione del medesimo in un Paese di residenza che consenta un adeguato scambio di informazioni.

Il percettore degli interessi si qualifica come beneficiario effettivo quando riceve i flussi come beneficiario finale e non come intermediario, agente, delegato o fiduciario di altri soggetti. (12)

Infine, come chiarito nella relazione all'art. 36 del D. L. 179/2012, l'eventuale indeducibilità si applica soltanto *pro quota*, in relazione agli interessi dei titoli detenuti da investitori non qualificati o da soci che partecipano al capitale o al patrimonio in misura superiore al 2% e/o agli interessi il cui beneficiario effettivo non sia residente in Italia o in uno Stato o territorio che consente un adeguato scambio di informazioni, maturati durante il periodo di possesso, e non a tutti i titoli emessi.

II.2.3. Deducibilità dei costi di emissione

In relazione alle spese sostenute per l'emissione delle obbligazioni, l'art. 32, comma 13, del D. L. 83/2012 stabilisce che tali spese sono deducibili nell'esercizio in cui sono sostenute.

La circolare nr. 4/2013 aveva già chiarito che nel caso specifico vale il principio di cassa.

Come ribadito dalla stessa Agenzia delle Entrate con la circolare nr. 29 del 26/9/2014, la deducibilità per cassa delle spese di emissione dei titoli obbligazionari, titoli similari e delle cambiali finanziarie, va considerata una facoltà e non un obbligo, in linea con la *ratio* di natura agevolativa che caratterizza l'intero "decreto Crescita".

BIBLIOGRAFIA/SITOGRAFIA

- (1) G. MERCANTI, Regime fiscale dei Minibond: ritenute, imposte sostitutive e deducibilità, Relazione al convegno "Il finanziamento all'impresa tramite l'emissione di Minibond", Verona 26 Gennaio 2015 ed anche L. BUSANI, Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni, le Società, 12/2013, pagg. 1317 e ss.;
- (2) Circ. Agenzia Entrate 6/3/2013 nr. 4;
- (3) L'art. 6, comma 1, del D. Lgs. 239/1996 stabilisce che: "Non sono soggetti ad imposizione gli interessi, premi ed altri frutti delle obbligazioni e titoli similari di cui all'articolo 2, comma 1, percepiti da soggetti residenti in Stati o territori inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell'articolo 168-bis del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917. Non sono altresì soggetti ad imposizione gli interessi, premi ed altri frutti delle obbligazioni e titoli similari percepiti da: a) enti od organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia; b) gli investitori istituzionali esteri, ancorché privi di soggettività tributaria, costituiti in Paesi di cui al primo periodo; c) Banche centrali o organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato";
- (4) Si definisce micro-impresa quella che occupa meno di 10 persone e realizza un fatturato annuo oppure possiede un totale di bilancio annuo non superiori a 2 milioni di euro;

- (5) Circ. Assonime 16/12/2013 nr. 39;
- (6) A.S. 1541: “Conversione in legge del decreto-legge 24 giugno 2014, nr. 91, recante disposizioni urgenti per il settore agricolo, la tutela ambientale e l’efficientamento energetico dell’edilizia scolastica e universitaria, il rilancio e lo sviluppo delle imprese, il contenimento dei costi gravanti sulle tariffe elettriche, nonché per la definizione immediata di adempimenti derivanti dalla normativa europea” consultabile su www.senato.it;
- (7) Tale disposizione, poi modificata dal DL 91/2014, era stata introdotta originariamente dal DL 23.12.2013 n. 145, nella seguente formulazione “La ritenuta del 20 per cento di cui all’articolo 26, comma 1, del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600, non si applica sugli interessi e gli altri proventi delle obbligazioni e titoli similari, e delle cambiali finanziarie, corrisposti a organismi di investimento collettivo in valori mobiliari le cui quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati ai sensi dell’articolo 100 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e il cui patrimonio sia investito prevalentemente in tali obbligazioni, titoli o cambiali finanziarie”;
- (8) Presentazione MISE-MEF del 18/6/2014 consultabile sul sito www.governo.it;
- (9) Tale normativa prevedeva la deducibilità degli interessi a condizione che, al momento dell’emissione, il tasso di rendimento non fosse superiore: al doppio del tasso ufficiale di rendimento applicato su obbligazioni e titoli similari negoziati in mercati regolamentati degli stati membri dell’UE e degli stati aderenti all’accordo sullo Spazio economico europeo inclusi nella c.d. white list; al tasso ufficiale di riferimento, aumentato di due terzi, applicato alle obbligazioni e ai titoli similari diversi dai precedenti;
- (10) Come individuati dalla CONSOB con regolamento 29/10/2007 nr. 16190;
- (11) Agenzia delle Entrate, Circ. nr. 4/2013;
- (12) Come chiarito nella circolare Agenzia Entrate 2/11/2005 nr. 47, affinché possa considerarsi beneficiario effettivo, occorre che il soggetto che percepisce gli interessi tragga un proprio beneficio economico dall’operazione di finanziamento posta in essere e che, quindi, non possa

considerarsi come mero “veicolo” attraverso cui i flussi di reddito conseguiti si limitano a “transitare” in favore di altri soggetti.

CAPITOLO III

TECNICA DI EMISSIONE E OPERAZIONI NEL MERCATO IN ITALIA

III.1 IL PROCEDIMENTO E I SOGGETTI

III.1.1. L'emissione e la verifica dei requisiti: l'advisor

Minibond significa durata limitata dell'operazione (3-7 anni) con successivo rimborso, pagamento periodico di una cedola, incremento della leva finanziaria e nessuna variazione nella compagine sociale.

Una PMI si rivolge ad un consulente economico e finanziario (advisor) che affianchi l'imprenditore o i soci nell'individuare la scelta più opportuna da intraprendere.

Quando è un'impresa di minori dimensioni, la scelta ricade, per lo più, sull'emissione obbligazionaria, la quale comporta una minore esposizione al mercato ovvero un impatto più lieve sulla governance aziendale e nessuna variazione nella compagine sociale.

I Minibond consentono, rispetto al canale bancario, una minore dipendenza da quest'ultimo, una disponibilità di risorse finanziarie a medio e lungo termine per importi rilevanti che un singolo istituto erogherebbe con difficoltà ad un'unica

controparte, una struttura delle eventuali garanzie meno complessa e più snella, grande visibilità sul mercato finanziario attraverso l'eventuale quotazione dello strumento.

Le differenze tra i finanziamenti bancari a medio e lungo termine e l'emissione dei minibond possono essere così succintamente riassunte: non quotati / quotabili su ExtraMOT Pro di Borsa Italiana; durata media 2/5 anni / 5/7 anni; piano di ammortamento / a scadenza (bullet); garanzie / covenant; cedola a tasso variabile / a tasso fisso; non sottoposti a rating / rating pubblico o privato.

Una volta che l'impresa abbia deciso, insieme con l'advisor, di emettere un prestito obbligazionario, quest'ultimo affiancherà l'impresa sia nella fase preliminare che nelle diverse fasi che costituiscono il percorso verso l'emissione.

Il procedimento si suddivide in diverse fasi: una preliminare ed altre di esecuzione. Tali fasi sono:

- a. valutazione preliminare della sussistenza dei requisiti minimi per l'emissione di Minibond;
- b. valutazione dei requisiti quantitativi e qualitativi della società emittente;
- c. redazione di un piano economico – finanziario (Business Plan);
- d. strutturazione del prestito obbligazionario e redazione dell'Information Memorandum;
- e. ricerca degli investitori ed emissione e collocamento.

In teoria, l'intero processo varia dai 3 ai 6 mesi, a seconda delle difficoltà riscontrate durante l'emissione.

Nell'ambito di questo processo ruolo fondamentale è quello rivestito dall'advisor, di ampie competenze, sia tecniche che specialistiche, che supporta la società in tutte le fasi del procedimento, particolarmente complesso.

Una delle prime attività è la verifica dell'esistenza dei requisiti minimi previsti: la forma giuridica della società emittente, che può essere una società di capitali, cooperative e mutue assicuratrici (con esclusione delle microimprese e delle banche), e che si trovi in una situazione di good standing (ossia che non sia parte di procedure concorsuali in corso o in procinto di essere dichiarate).

Tale requisito viene accertato dall'advisor tramite la richiesta e la visione del certificato di solvenza (rilasciato dal legale rappresentante della società), del certificato di vigenza della camera di commercio e del certificato rilasciato dalla sezione fallimentare del tribunale: tali certificati aggiornati verranno rilasciati anche ai sottoscrittori del prestito al momento del collocamento.

Risulta importante, nell'ambito dei requisiti minimi, il grado di trasparenza che la società è disposta ad offrire: la disponibilità di un bilancio certificato e di un rating (benché non espressamente richiesti dalla normativa), sono graditi dagli investitori, se non ritenuti fondamentali.

All'esito, l'advisor procede ad una valutazione degli elementi quantitativi e qualitativi della società emittente e alla redazione di un piano economico e finanziario.

L'advisor, nel confronto con la società emittenda, analizza una serie di financial ratios utili ad individuare la solidità finanziaria e la capacità reddituale della società; procede poi alla redazione di un piano economico – finanziario (Business Plan) relativo al progetto di sviluppo, e inizia a predisporre un information memorandum.

(1)

Sulla base dei risultati raggiunti determinerà, approssimativamente, l'entità del fabbisogno finanziario necessario per la realizzazione del piano, che costituirà l'importo dell'emissione dei Minibond, individuando le caratteristiche di massima dell'obbligazione.

Nel corso dell'analisi, egli verifica che i principali ratios dell'impresa siano ricompresi nell'ambito di determinati parametri, come ad esempio un EBITDA non negativo e un rapporto tra posizione finanziaria netta e patrimonio netto inferiore a tre. (2)

L'advisor verificherà, inoltre, i flussi di cassa prospettici positivi e in grado di far fronte agli impegni del prestito e buone performance reddituali; sulla base di questi elementi, egli redigerà un piano economico e finanziario al fine di far emergere la redditività del progetto di sviluppo e la sua capacità di sostenere l'emissione dei minibond.

Per quel che riguarda gli aspetti qualitativi, l'advisor raccoglierà e analizzerà le informazioni sulla governance e la struttura organizzativa, l'esperienza del management nella gestione degli eventi straordinari, il posizionamento della società nel suo mercato di riferimento, nonché le strategie di medio e lungo termine dell'impresa.

Predisporrà l'information memorandum, ossia il documento dove sono indicati i principali dati e le informazioni della società emittente, che verrà utilizzato per presentare la società ai potenziali sottoscrittori dei minibond.

L'advisor avrà cura di assistere l'agenzia di rating, anche insieme alla società emittenda (nel caso in cui l'impresa abbia deciso di dotarsi di un rating per la sua emissione), nonché lo svolgimento degli adempimenti normativi e regolamentari necessari per il collocamento, con l'eventuale collaborazione, dell'advisor legale.

Tra gli adempimenti normativi e regolamentari quello di primaria importanza è l'analisi dello statuto, al fine di verificare la possibilità di emissione dei minibond, eventualmente modificando lo stesso, qualora l'emissione non sia consentita, con una delibera dell'organo societario competente; per le società a responsabilità limitata, infatti, l'emissione di titoli di debito è consentita soltanto se prevista dallo statuto sociale.

Segue la delibera per l'emissione dei minibond e per la sua eventuale quotazione sul mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione.

La società che emette minibond deve istituire il libro delle obbligazioni, se è una Spa o il registro dell'emittente se è una Srl.

Nella successiva fase, l'advisor coopera con l'advisor legale e con l'arranger nella strutturazione del prestito e nel collocamento dello stesso presso gli investitori.

III.1.2. L'arranger e gli aspetti legali

L'arranger è il soggetto che si occupa della strutturazione del prestito e del successivo collocamento presso il mercato: dopo aver ipotizzato una prima strutturazione del prestito, in collaborazione con l'advisor e la società emittente, si occupa di reperire i potenziali investitori, presentando l'opportunità di investimento documentata dall'information memorandum e sonda il terreno per verificare il gradimento dell'operazione.

Questo momento è il più complesso e delicato perché intervengono numerosi soggetti: l'arranger arriva alla fase di strutturazione del prestito dopo una serie di consultazioni con i potenziali investitori, tramite le quali ottiene le loro manifestazioni di interesse e concorda gli aspetti particolareggiati della strutturazione dell'operazione intermediando tra le esigenze degli investitori e quelle dell'emittente.

Nell'attuale situazione del mercato advisor e/o arranger hanno già rapporti privilegiati e funzionali con una serie di investitori di riferimento ai quali proporre

l'opportunità delle operazioni, come nel caso di fondi di investimento istituiti dalle banche arranger oppure di società di advising promosse da fondi di investimento. In particolare: il tasso di interesse che l'azienda dovrebbe riconoscere a fronte del rischio assunto con la sottoscrizione; la periodicità della cedola; tempi e modalità del rimborso del prestito nonché le altre caratteristiche di rilievo.

In seguito, le manifestazioni di interesse degli investitori vengono confermate e si perviene così alla definizione dell'ammontare del minibond collocabile presso ciascun investitore che aderirà all'operazione.

Contemporaneamente, si verifica, normalmente, l'intervento dell'advisor legale, che affianca la società emittente, l'advisor e lo stesso arranger, nella verifica degli aspetti legali dell'operazione, nella realizzazione degli adempimenti e nella redazione dei documenti legali necessari per il completamento dei passaggi che porteranno all'emissione e al collocamento.

I consulenti legali possono intervenire sia nella fase iniziale di verifica dei requisiti legali preliminari, sia negli aspetti legali della due diligence ed infine anche nella predisposizione del regolamento del prestito e dei contratti di sottoscrizione da stipulare con gli investitori.

La due diligence, che consiste in un'analisi complessiva del valore e dello stato di salute di un'azienda, può variare sia in funzione del tipo e delle dimensioni

dell'impresa emittente, sia in funzione degli investitori potenziali presso cui si intende collocare il titolo.

Si può, perciò, distinguere un tipo di due diligence “soft”, condotta internamente dall'advisor o dall'arranger, oppure si possono avere delle vere e proprie “full” due diligence, condotte con l'ausilio di consulenti esterni.

In ogni caso una due diligence completa (che è un lavoro di squadra con il ruolo di coordinatore dell'advisor) comprende tematiche di business, finanziarie/contabili, fiscali e legali.

La business due diligence punta a verificare se il business plan è coerente con i parametri di riferimento del settore e il posizionamento competitivo dell'impresa; analizza quindi il mercato e lo scenario competitivo, mirando a valutare la coerenza delle previsioni economico-finanziarie dell'emittente.

La financial due diligence tende a mettere in luce l'esatto profilo delle grandezze economiche e finanziarie dell'impresa, verificando la qualità dell'informazione finanziaria, studiando la performance storica, analizzando lo stato patrimoniale, il conto economico e gli aspetti finanziari del business plan.

Infine, la due diligence fiscale e legale focalizza la situazione fiscale dell'emittente analizzando la presenza di rischi potenziali che possono derivare da contenziosi aperti e dalle annualità ancora da definire; dal punto di vista legale si valutano i contenziosi in essere o potenziali che possono avere un impatto sul valore dell'azienda e per eventuali garanzie da fornire in sede di emissione.

I consulenti legali incaricati, oltre all'assistenza fornita in sede di esame dello statuto e di predisposizione delle delibere preliminari e finali dell'emissione, redigono, normalmente, i contratti dell'impresa (anche con gli altri soggetti che intervengono durante l'emissione - advisor, arranger, società di rating); il regolamento del prestito, in cui sono inclusi i termini e le condizioni relativi ai minibond, quali caratteristiche, modalità e tempi di rimborso, diritti dei sottoscrittori e obblighi della società emittente; l'incarico alla banca agente, che comprende lo svolgimento di tutte le attività relative al pagamento delle cedole e ai rimborsi di capitale da parte dell'emittente; il contratto di sottoscrizione, che viene stipulato tra la società emittente e il singolo sottoscrittore del prestito, e regola le modalità, le condizioni e i termini della sottoscrizione.

L'ultimo aspetto è la strutturazione del prestito cui si perviene attraverso una serie di contatti e di feedback tra società, advisor e potenziali investitori sotto la direzione dell'arranger che ha ora, il ruolo principale: consiste nello stabilire gli aspetti e le clausole principali dei titoli che verranno emessi tra cui l'ammontare del prestito, la durata, il tasso di interesse, la cedola, le modalità di rimborso, i covenants e le eventuali garanzie e opzioni call/put.

L'ammontare dell'emissione e la sua durata viene determinato sulla base sia delle esigenze finanziarie emerse dal business plan e della debt capacity dell'impresa, sia della situazione del mercato obbligazionario.

Quando una società emittente decide di collocare azioni o obbligazioni in Borsa attraverso un public placement per un importo predeterminato, le banche arranger possono sottoscrivere con l'emittente diverse tipologie di mandato che prevedano, alternativamente, un prestito fully underwritten; partially underwritten o un mandato del tipo "best effort" (cui corrispondono ovviamente diverse tipologie di remunerazione).

Nel caso di emissioni di minibond finora avutesi, non si hanno particolari informazioni al riguardo dal momento che nella gran parte dei casi non sono banche, ma società di intermediazione finanziaria.

Infatti, le emissioni di minibond vengono realizzate nella forma del private placement in cui si perviene all'esatto ammontare del prestito (che viene poi reso pubblico) a seguito di accordi intercorsi con potenziali investitori professionali interessati al collocamento, per lo più già conosciuti dagli emittenti, e/o dagli advisor o dagli arranger.

Ove non si dovesse raggiungere l'importo ritenuto necessario dall'impresa e dai suoi advisor, l'emissione potrà essere strutturata in più tranches, da collocare in un secondo momento e ad una diversa tipologia di investitori. (3)

La determinazione del tasso di interesse e la periodicità della cedola sono il frutto di un confronto e di una negoziazione con gli investitori potenziali in merito alla remunerazione da questi attesa a fronte del rischio che andranno ad assumersi.

L'entità del tasso, in buona sostanza, terrà conto della rischiosità dell'azienda emittente, eventualmente valutata con la presenza di rating; dello spread di mercato su finanziamenti bancari e obbligazionari corporate di pari durata; della tipologia di titolo emesso (senior, subordinato, etc); della presenza di eventuali garanzie; del premio per l'illiquidità dei titoli (l'illiquidità è dovuta dalle dimensioni del mercato secondario dei minibond che costringono l'investitore a detenere il titolo in portafoglio per lungo tempo e nella maggior parte dei casi fino alla scadenza).

Per questo motivo, coloro che acquistano i minibond, per il tipo di attività che svolgono (come ad esempio i fondi pensione e le imprese di assicurazione) prediligono investimenti di lunga durata e quindi da detenere fino a scadenza, dovendo inoltre garantire ai propri clienti e/o beneficiari dei rendimenti più alti e duraturi.

Normalmente, l'emissione di minibond non prevede il rilascio di garanzie, almeno di tipo tradizionale (pegno, ipoteca, fidejussione); gli investitori richiedono l'inserimento, nel regolamento del prestito, di clausole vincolanti di governance finanziaria dell'impresa, i cosiddetti "covenants"; il mancato rispetto di tali clausole comporta il ritiro del prestito o la rinegoziazione dello stesso a condizioni meno vantaggiose.

I covenants più richiesti sono: le "Negative Pledge" - clausole di salvaguardia, che consistono nell'impegno dell'emittente alla non concessione a terzi di garanzie

reali sui propri beni materiali e immateriali, sui propri crediti e sulle proprie partecipazioni per tutta la durata del prestito; Use of Proceeds - questo covenant prevede che l'ammontare ricavato dall'emissione sia destinato alle finalità prestabilite dall'impresa emittente; Change of Control - l'investitore potrà chiedere il rimborso anticipato del prestito in caso di cambio nella proprietà dell'emittente; Limitation of dividend - stabilisce un limite alla possibilità di distribuzione dei dividendi; Limitation of indebtedness - clausole che mirano a mantenere i rapporti tra debiti ed EBITDA entro determinati limiti da monitorare semestralmente; - Reports ossia l'impegno a redigere rapporti periodici.

Esistono minibond del tipo cosiddetto "putable", che prevede il rimborso anticipato del prestito a discrezione del possessore (si dà l'opportunità all'investitore di smobilizzare l'investimento prima della scadenza); del tipo "call" che prevede, anche per l'emittente, la possibilità di rimborsare anticipatamente il capitale a scadenze e prezzi concordati (a discrezione dell'impresa, il titolo potrà essere rimborsato anche prima della scadenza, nel caso in cui l'emittente abbia la possibilità di potersi rifinanziare a condizioni migliori oppure se inattese disponibilità di cassa gli danno la liquidità sufficiente per il rimborso).

Uno sguardo ad alcune informazioni forniteci dal report Politecnico di Milano-Osservatorio Minibond (4), ad esempio, che riassume i concetti su esposti, ci fa notare che per quanto riguarda gli advisor legali, i principali interventi sono stati effettuati da una decina di grandi studi legali, spesso di emanazione

internazionale, che sono intervenuti in assistenza degli emittenti, degli arranger e dei sottoscrittori; in diverse emissioni l' advisor legale è intervenuto in assistenza di due o anche tutti i soggetti interessati all'operazione; sono intervenuti in qualità di arranger una trentina di operatori, in gran parte banche e società appartenenti a gruppi bancari; il 40% circa delle emissioni considerate ha una scadenza compresa tra 4 e 5 anni; esiste poi un 11% di operazioni con scadenza inferiore all' anno e un 12% con scadenza superiore a 7 anni; il valore medio complessivo è di 5,67 anni contro i 6,2 anni del 2014; le emissioni effettuate nel 2015 hanno unascadenza media di 5 anni contro i 6,8 anni di quelle realizzate nel 2014; le emissioni delle PMI hanno usualmente una scadenza media minore e più dispersa, mentre i collocamenti delle imprese maggiori sono quasi sempre a 5 o 7 anni; in merito alla cedola, la quasi totalità dei minibond prevede una cedola fissa, solo il 10% circa dei titoli paga una cedola variabile determinata sulla base del tasso Euribor più uno spread che varia dallo 0,55% al 9,5%; le modalità di rimborso dei prestiti evidenziano un 60% di emissioni con rimborso del capitale a scadenza (modalità "bullet") contro un 40% di collocamenti con rimborso del capitale progressivo (modalità "amortizing"); i titoli solamente "puttable" sono il 30% del totale, quelli solo "callable" sono il 12% mentre esiste un 44% delle emissioni che contengono entrambe le opzioni; i covenants risultano presenti in circa la metà delle emissioni: questi impegni sono preferiti rispetto alle garanzie soprattutto per la minore incidenza del costo.

III.1.3. L'assegnazione del rating e la valutazione del rischio

L'assegnazione di un rating non è obbligatoria (non è richiesta da alcuna norma), né è prevista per l'ammissione del titolo a quotazione sul segmento ExtraMOT Pro di Borsa Italiana.

Trattandosi di collocamento presso investitori professionali, però, potrebbe risultare fondamentale per fornir loro potenziali informazioni sull'impresa, sulle sue esigenze finanziarie e sull'evoluzione della sua gestione e del suo business.

Per definizione, esso consiste nell'attribuzione di una misura sintetica del rischio di credito, connesso ad un determinato soggetto (issuer rating) ovvero ad una determinata operazione (issue rating), nota come "classe" (valore) della scala di rating.

Lo scopo principale è quello di fornire una stima della probabilità di insolvenza (Probability of Default o PD) del soggetto valutato (5).

Le classi di rating sono ordinate in una scala decrescente nella quale ad ogni scalino corrisponde un diverso grado di rischio di credito.

Tramite l'assegnazione e la pubblicazione di un rating, si offre al mercato un importante elemento di trasparenza e si agevola così l'emissione del prestito contribuendo al successo del collocamento.

L'attività di rating è disciplinata nella Unione Europea dal Regolamento (CE) nr. 1060/2009 del 16 settembre 2009 relativo alle "Agenzie di rating del credito", in

base al quale l'attività di rating nel territorio della UE può essere esercitata solo da società specializzate che abbiano ottenuto la registrazione come "Credit Rating Agency" (CRA) in un apposito elenco tenuto dall'European Securities and Markets Authority (ESMA), organismo al quale è anche affidata – insieme alle Autorità di vigilanza nazionali (in Italia la Consob) – la vigilanza sul corretto e trasparente funzionamento del mercato e sull'operatività delle agenzie di rating.

È indispensabile che la società richiedente rispetti i principi di integrità, trasparenza, responsabilità e correttezza gestionale e che di conseguenza i rating emessi ed utilizzati nella UE siano indipendenti, oggettivi e di adeguata qualità.

Possiamo, senza dubbio annoverare, iscritte nel registro dell'ESMA le più grandi: Standard & Poor's, Moody's e Fitch, e le italiane Cerved Rating Agency (Cerved Group) e Crif Rating Agency.

La scala dei rating assegnati varia a seconda delle agenzie di rating e si parte generalmente dalla tripla A (AAA) che esprime la massima affidabilità della società nel rimborso del prestito per giungere alla singola D che è espressione del default della società ossia della sua insolvenza.

Con particolare riferimento al mercato delle obbligazioni e dei minibond, le varie classi di rating assegnate vengono suddivise in due categorie: Investment Grade e Sub-Investment Grade o Speculativo, con una categoria intermedia denominata "Crossover".

L'analisi viene così allargata ad altri importanti aspetti come l'esame del business plan, interviste con il management, informazioni sulle strategie aziendali, sul business risk, sul financial risk etc. (6)

In generale, in caso di emissioni di strumenti a medio - lungo termine non subordinati né assistiti da specifiche garanzie (senior unsecured), come sono stati finora buona parte dei Minibond emessi da PMI, il rating dell'emissione è pari al rating dell'emittente, che include la valutazione della sua generale capacità di rimborso di tutti i suoi debiti, comprensivi del bond in esame.

Ad onor del vero, comunque, sembra che il rating è stato finora utilizzato principalmente dalle imprese maggiori e/o per le emissioni di maggioridimensioni mentre è molto meno frequente tra le PMI e le emissioni di taglio più piccolo.

III.1.4. Il collocamento del prestito e l'eventuale quotazione all' ExtraMOT Pro

Contemporaneamente alla fase di strutturazione del prestito, l'arranger e l'advisor iniziano i loro contatti con i potenziali investitori cui proporre la sottoscrizione dell'emissione: viene svolta un'attività di presentazione della società emittente ai potenziali investitori istituzionali con la consegna dell'information memorandum, con incontri individuali o con un road show per la comunità finanziaria.

Essendo la sottoscrizione dei minibond per lo più rivolta ai soli investitori professionali e non al pubblico retail, non è prevista la pubblicazione di un apposito prospetto di offerta al pubblico.

Il placement dell'emissione può essere svolto direttamente dalla società emittente nei confronti di investitori professionali, ma per lo più viene effettuata avvalendosi di un intermediario finanziario che può essere la banca arranger che è stata incaricata della strutturazione del prestito oppure da altre banche, SGR o SIM che svolgono l'attività di placement dei minibond presso investitori istituzionali in base all'autorizzazione della Consob per il servizio di sottoscrizione e/o collocamento dei titoli. (7)

V'è da dire, comunque, che grazie al mercato dei minibond, gli investitori istituzionali (es. fondi pensione, imprese di assicurazione, fondazioni etc.) possono diversificare il loro portafoglio con tipologie diversi dai tradizionali impieghi nei mercati azionari e obbligazionari dei grandi emittenti, che offrano tuttavia un soddisfacente rapporto tra rischio e rendimento e che loro usualmente acquistano e detengono in una logica di lungo periodo.

Una volta emessi e collocati, i minibond possono essere quotati in un mercato regolamentato estero, in uno strumento multilaterale di negoziazione italiano o estero o rimanere non quotati presso investitori professionali.

Nel febbraio 2013 Borsa Italiana Spa istituiva il nuovo segmento professionale del suo mercato ExtraMOT denominato ExtraMOT PRO.

Nel settembre 2019 Borsa Italiana Spa istituiva il nuovo segmento professionale del suo mercato ExtraMOT denominato ExtraMOT PRO3.

ExtraMOT PRO3 rappresenta una naturale evoluzione del segmento professionale già esistente ExtraMOT PRO di Borsa Italiana e ha l'obiettivo di aumentare la visibilità delle società, accompagnandole in un percorso di sviluppo e di avvicinamento al mercato dei capitali.

Il mercato è dedicato alla quotazione di obbligazioni, altri titoli di debito comprese le cambiali finanziarie, strumenti obbligazionari contenenti clausole di partecipazione agli utili o di subordinazione di cui al Decreto Sviluppo, project bonds, obbligazioni convertibili in azioni quotate, strumenti del mercatomonetario, strumenti finanziari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione e covered bonds.

III.1.5. Le garanzie per l'emissione dei Minibond

Come per tutti i titoli obbligazionari, anche per i minibond il successo dell'emissione e del collocamento sono ovviamente agevolati dalla presenza o meno di un'adeguata dotazione di garanzie.

Queste possono tutelare i sottoscrittori dal rischio di perdita del capitale in caso di insolvenza della società emittente e, rendendo così i titoli emessi meno rischiosi, incidono anche nella determinazione del tasso di interesse dell'operazione in

quanto ad un minor rischio di credito corrisponderà un minor tasso da riconoscere ai sottoscrittori.

Le garanzie possono essere dirette, accordate cioè a favore degli investitori direttamente dalla società emittente, oppure indirette e quindi rilasciate da un terzo a favore dell'emittente e a beneficio dei sottoscrittori.

Le emissioni di minibond assistite in tutto o in parte da garanzia sono definite "Secured" mentre quelle prive di garanzia sono denominate "Unsecured".

Come per tutte le emissioni obbligazionarie, anche nella strutturazione di un'emissione di Minibond si può fare ricorso alle tradizionali tipologie di garanzie, reali (pegno, privilegio e ipoteca) o personali come le fidejussioni rilasciate sia da soggetti legati alla società emittente (soci, controllanti etc.) sia da soggetti "terzi" come banche, intermediari finanziari e confidi (per titoli emessi da società aderenti al consorzio).

La volontà della UE e del legislatore italiano di incentivare ed agevolare le PMI nel ricorso a forme di finanziamento soprattutto a medio e lungo termine di tipo non bancario si è concretizzata, in tema di garanzie, in una serie di interventi normativi e regolamentari diretti a promuovere il supporto a favore delle emissioni delle PMI da parte di operatori specializzati di tipo "pubblico" che già intervengono per garantire le tradizionali forme di finanziamenti bancari.

La prima ad intervenire in tal senso è stata la SACE, Spa detenuta a 100% dal gruppo CDP, Cassa Depositi e Prestiti, specializzata in prodotti assicurativi e

finanziari, credito all'esportazione, assicurazione del credito, protezione degli investimenti, garanzie finanziarie, cauzioni e factoring.

Ulteriore strumento di garanzia utilizzabile in fase di emissione di minibond è quello accordabile dall'ISMEA (Istituto di Servizi per il Mercato Agricolo Alimentare), ente pubblico economico controllato dal Ministero delle Politiche Agricole e Alimentari, per le imprese operanti nel settore agricolo, agroalimentare e della pesca per finanziare progetti di sviluppo dell'azienda.

L'intervento pubblico più importante è quello relativo al Fondo di Garanzia per le PMI.

Il Fondo, istituito con L. 662/96, opera sotto la sorveglianza del Ministero dello Sviluppo Economico (MISE).

Il Ministero dell'Economia e Finanze (MEF) attribuisce alle operazioni garantite dal Fondo di Garanzia la garanzia di ultima istanza dello Stato che comporta l'attenuazione del rischio di credito sulle garanzie dirette e sulle controgaranzie a prima richiesta, azzerando l'assorbimento di capitale per i soggetti finanziatori sulla quota di finanziamento garantita (cosiddetta Ponderazione 0).

Obiettivo del Fondo di Garanzia è quello di sostenere le richieste di fondi avanzate dalle PMI agli istituti di credito e ad altri finanziatori dotandole di una garanzia pubblica senza dover presentare garanzie aggiuntive.

In breve, il Fondo può intervenire per concedere garanzie, secondo la modalità della Garanzia Diretta, su singole operazioni di sottoscrizione di minibond;

portafogli di operazioni di sottoscrizione di minibond, a copertura di una quota delle prime perdite sui portafogli medesimi.

Le PMI, sfruttando una delle principali differenze tra l'emissione di un minibond e l'erogazione di un mutuo, preferiscono e/o riescono ad evitare la prestazione di garanzie, soprattutto "tradizionali", a supporto delle loro operazioni.

III.2 IL MERCATO ITALIANO

I minibond sono nati in Italia, come innanzi esposto, grazie alle normative apportate fra il 2012 e il 2013.

Chiaramente, questo contesto, partito a rilento, ha evidenziato ritmi costanti di crescita.

Già a partire dal 2013 e 2014, comunque, l'industria dei minibond ha conosciuto uno sviluppo costante, anche quale risposta alle difficoltà causate dalla crisi finanziaria e dal credit crunch.

La riduzione dei margini aziendali e della minore offerta di credito da parte del sistema bancario italiano ha spinto, inevitabilmente, le imprese a cercare eventuali fonti di finanziamento alternative.

Secondo fonti attendibili, possiamo sostenere che il mercato dei minibond nel 2021, più o meno ultimo anno di riferimento, avrebbe superato la quota di 1 miliardo di euro.

È d'altra parte fondamentale recuperare, ove possibile, i livelli pre-Covid e conquistare nuove emittenti, cioè società italiane non quotate su listini aperti agli investitori retail, che ricorrano ai titoli di debito (obbligazioni e cambiali finanziarie) di importo inferiore a 50 milioni di euro per sostenere i propri progetti e accedere al mercato degli investitori professionali, in preparazione di eventuali successive operazioni più complesse come il private equity o la quotazione in Borsa.

Lo ha posto in evidenza l'Osservatorio Minibond della School of Management del Politecnico di Milano, nel suo ottavo report: in esso, infatti, si evince che nel 2021 la raccolta complessiva è stata di 1 miliardo e 67 milioni di euro da 219 emissioni, in netta ripresa rispetto ai poco più di 900 milioni da 191 emissioni del 2020.

Si sottolinea, inoltre, che la ripresa delle emissioni di minibond è stata supportata sia dalle garanzie pubbliche potenziate a valle degli effetti della pandemia, sia dalla misura del Fondo Patrimonio Pmi di Invitalia.

Rilevanti e pregnanti sono le dichiarazioni di Giancarlo Giudici, direttore dell'Osservatorio che, in particolare, segnala: "C'è grande fermento: nuove emittenti si affacciano sul mercato, si ampliano i programmi di basket-bond (progetti di sistema nati per aggregare le emittenti per area geografica o filiera

produttiva, anche attraverso operazioni di cartolarizzazione, ndr), cresce la raccolta da parte dei fondi dedicati”; “Numeri alla mano, abbiamo rilevato la capacità delle emittenti di creare nuovi posti di lavoro. Inoltre, siamo convinti che ci sarà una crescita importante per i minibond green, in sinergia con gli investimenti europei dedicati al raggiungimento degli obiettivi dell’accordo di Parigi sul cambiamento climatico”.

Non a caso il rapporto dedica uno spazio specifico all’implementazione dei basket bond ed ai minibond “verdi”, emessi per finanziare progetti con impatto positivo sull’ambiente: praticamente inesistenti fino al 2018.

Nel 2021 ne sono stati collocati ben 14, per un controvalore di circa 77,85 milioni di euro.

Tuttavia, avverte lo studio, le tensioni geopolitiche degli ultimi periodi, accompagnate da fattori contingenti che impattano in maniera negativa sulle imprese, come l’impennata dei costi di energia e materie prime, non consentivano di fare previsioni affidabili sul 2022.

La ricerca ha indicato 832 imprese italiane non finanziarie che alla data del 31 dicembre 2021 - a partire da novembre 2012 - avevano collocato minibond, di cui 520 Pmi (il 62,5%). Solo nel 2021 le emittenti sono state 200 (di cui ben 163 si sono affacciate sul mercato per la prima volta), in aumento rispetto alle 173 del 2020: si tratta per il 52% di Spa, il 45% di Srl (tipologia in forte aumento) e il 3% di società cooperative.

Il rapporto segnala ancora di aver visto un buon aumento delle emittenti che presentavano un fatturato di conto economico fino a 10 milioni di euro, in aggiunta c'è stato un recupero per le imprese con ricavi fra i 100 e i 500 milioni dieuro.

Per quanto riguarda il settore di attività, il comparto manifatturiero è in testa (41,5% del campione 2021), seguito dal commercio (14%), mentre dal punto di vista geografico la Lombardia riconquista il primato per numero di emittenti (45), ceduto lo scorso anno alla Campania che ora torna seconda (39); terza l'Emilia- Romagna (27).

Come precisato, si è ritenuto che nel 2021 hanno acquisito ulteriore spazio anche i basket bond. Sono state contate 11 iniziative che hanno catalizzato oltre 1,2miliardi di euro di risorse. La ricerca conferma come non vi sia un rapporto causa-effetto fra emissione del minibond e crescita successiva del volume d'affari, ma per un buon numero di Pmi il minibond rappresenta una tappa per un più ampio percorso di crescita predefinito, per altre è un'opportunità da sperimentare, nonostante l'accesso al credito bancario, per acquisire competenze nuove rispetto al mercato del capitale e ottenere una sorta di 'legittimazione'.

Circa gli investitori, nel 2021 hanno avuto un ruolo importante le banche italiane, che hanno sottoscritto il 43% dei volumi dei minibond, seguite dai fondi di private debt (23%). Fondi e banche estere contribuiscono con il 14%, importante anche il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti (9%)

Con riferimento all'anno 2020, invece, si ritiene che la novità legislativa che probabilmente impatterà in modo positivo sull'industria dei minibond sia l'introduzione dei cosiddetti 'PIR alternativi', attuata dal D.L. nr. 34/2020 ('Decreto Rilancio'). La novità è che ai PIR 'tradizionali' (i quali più che altro investono in titoli quotati) viene affiancato un plafond addizionale dedicato agli strumenti illiquidi e alle PMI.

Altra importante novità attuata sul mercato nel 2020 è stata la possibilità per i portali di equity crowdfunding autorizzati dalla Consob di collocare minibond attraverso una sezione dedicata della piattaforma, destinata solo a investitori professionali e – sotto alcune condizioni – a investitori non professionali. Alla data del 31/12/2020 le piattaforme di equity crowdfunding che avevano ottenuto il nullaosta per collocare titoli di debito erano tre (Crowdfundme, Fundera e Opstart).

È indubbio che la pandemia di Covid-19 ha messo in ginocchio anche l'economia italiana e, ora che, forse, la ripresa comincia a vedersi o, almeno, così si spera, occorre trovare ulteriori strategie e strumenti in grado di potenziare e supportare la crescita. La priorità è quella di consentire alle imprese che hanno affrontato e continuano ad affrontare le difficoltà dell'emergenza, di reperire la liquidità necessaria a finanziare gli obiettivi di medio lungo periodo, ma anche di rafforzare la capital structure sia in termini di diversificazione delle fonti che di maturity.

Lo sostiene un position paper o documento di sintesi sviluppato da Cassa Depositi e Prestiti insieme al Centro studi CELF della law firm Orrick e il Politecnico di Milano, secondo cui entrambe le necessità possono essere coperte da minibond e basket bond, mercati in costante crescita in grado di assicurare lo sviluppo degli investimenti delle pmi e che danno ampie possibilità di essere utilizzati come strumenti di finanza alternativa. “I fondi stanziati potrebbero infatti essere convogliati anche tramite operazioni di emissione di basket bond a favore delle piccole e medie imprese”, si legge nel report.

Lo studio sottolinea, inoltre, che le istituzioni italiane e anche europee abbiano già deciso di affiancare alle forme di finanziamento tradizionali, modalità alternative di approvvigionamento delle risorse finanziarie come appunto i basket e i minibond.

A “prescindere dall’eccezionale congiuntura economica in cui il Paese si trova – sottolinea il paper – la complementarità degli strumenti alternativi rispetto al sistema bancario, un’impostazione tipica dei mercati evoluti, ha il potenziale di supportare le imprese (anche in bonis) nel reperimento di finanza a medio/lungo termine”.

Non solo, nel recente passato, “la possibilità di strutturare operazioni di Basket Bond ha permesso di coniugare la necessità di ottenere credito da parte delle Pmi a costi concorrenziali e su orizzonti temporali di medio-lungo periodo, con

l'ottenimento di una mitigazione del rischio non possibile nelle emissioni stand alone.

Nelle principali operazioni effettuate in Italia sino a questo momento, opportunità e benefici sono stati riscontrati sia da parte delle istituzioni pubbliche che hanno partecipato a tali iniziative che da parte delle imprese”, continua il paper.

La ricerca sottolinea infine come un incremento della dimensione del mercato possa tradursi in un supporto alla crescita del sistema imprenditoriale e del numero di posti di lavoro.

È doveroso e necessario, a questo punto, volgere lo sguardo agli strumenti di finanziamento identificati con basket bond e green bond, senza alcuna eccessiva pretesa contenutistica.

III.2.1. Basket Bond

Il difficile periodo finanziario che il mondo sta attraversando ha spinto le imprese a ricercare sistemi di finanziamento capaci di consentire alla realtà imprenditoriale una crescita ed un aumento del proprio volume d'affari.

La necessità di trovare risorse aggiuntive, da destinare al piano di sviluppo aziendale ha spinto il settore a creare innovativi strumenti di supporto finanziario, gestiti da operatori differenti da quelli bancari.

Una delle soluzioni di maggior successo, accolta con grande entusiasmo dagli operatori del settore, è rappresentata dai cosiddetti Basket Bond: finanziamenti

che le piccole e medie imprese riescono ad aggiudicarsi grazie all'emissione di obbligazioni.

Per comprendere al meglio il funzionamento dei nuovi strumenti di finanziamento alle imprese, è necessario raccogliere maggiori informazioni sulle caratteristiche dei Basket Bond.

Si può affermare che questi siano aggregazioni di obbligazioni, che vengono emesse dalle piccole e medie imprese.

Nello specifico, dal punto di vista tecnico, si tratta di cartolarizzazioni di prestiti obbligazionari, che vengono emessi da società differenti, accomunate da caratteristiche simili.

Nella maggior parte dei casi, infatti, i portafogli in questione vengono individuati e creati sulla base di una sorta di insieme comune, che riunisce i basket bond secondo criteri di territorialità o tematica.

A titolo esemplificativo, dunque, questo è ciò che accade con i cosiddetti green basket bond, ovvero strumenti di finanziamento ideati per supportare un soggetto imprenditoriale che decide di effettuare un investimento nel settore ambientale.

Come gli altri sostegni finanziari pensati per le piccole e medie imprese, anche i Basket Bond prevedono un'azienda che emette le obbligazioni e degli investitori istituzionali che le sottoscrivono.

Come detto ci si riferisce ad operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante la sottoscrizione o l'acquisto di obbligazioni o titoli similari da parte di una cd.

special purpose vehicle (“SPV 130” o, più semplicemente, “SPV”), società veicolo di cartolarizzazione costituita ai sensi degli articoli 1 e 3 della Legge 130 del 30 aprile 1999 (Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti – come successivamente modificata, la “Legge sulle Cartolarizzazioni” o, anche la “Legge 130”).

Il meccanismo si basa sull’emissione, da parte della SPV 130, di titoli di cartolarizzazione ai sensi dell’articolo 5 della Legge 130 (cd. Titoli ABS, asset backed security), che hanno come sottostante non – come di norma avviene – crediti pecuniari, bensì un pool di titoli genericamente intesi.

Pertanto, i flussi di cassa dei titoli obbligazionari in capo alla SPV 130 e che andranno a soddisfare i diritti incorporati nel basket bond emesso dalla SPV saranno a loro volta generati dal pagamento degli interessi e dal rimborso del capitale delle obbligazioni che fungono da collateral al Titolo ABS.

In ragione della circostanza che l’emissione è garantita da un paniere (basket) di titoli obbligazionari, i Titoli ABS emessi dalla SPV 130 vengono più propriamente definiti come CDO, acronimo di collateralized debt obligation, ad indicare proprio che il basket bond ha come “collaterale” altri titoli di debito.

La norma di riferimento è il comma 1-bis, dell’articolo 1, della stessa Legge sulle Cartolarizzazioni, ai sensi del quale “si applica altresì alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante la sottoscrizione o l’acquisto di obbligazioni e titoli similari ovvero cambiali finanziarie, esclusi comunque titoli

rappresentativi del capitale sociale, titoli ibridi e convertibili, da parte della società di cartolarizzazione. Nel caso di operazioni realizzate mediante sottoscrizione o acquisto di titoli, i richiami ai debitori ceduti si intendono riferiti alla società emittente i titoli”.

Tale comma, inserito nella Legge sulle Cartolarizzazioni per la prima volta dal D. L. 23 dicembre 2013, nr. 145 (come sostituito dalla Legge di conversione 21 febbraio 2014, nr. 9), è stato poi ulteriormente ampliato nella sua portata applicativa dalla L. 30 dicembre 2018 nr. 145 (Legge di Bilancio 2019), la quale ha aggiunto altresì che “Nel caso in cui i titoli emessi dalla società di cartolarizzazione siano destinati a investitori qualificati ai sensi dell’articolo 100 del testo unico di cui al Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, nr. 58, i titoli di debito destinati ad essere sottoscritti da una società di cartolarizzazione possono essere emessi anche in deroga all’articolo 2483, comma 2, del codice civile e il requisito della quotazione previsto dall’articolo 2412 del medesimo codice si considera soddisfatto rispetto alle obbligazioni anche in caso di quotazione dei soli titoli emessi dalla società di cartolarizzazione”.

È visione unanime (8) che l’inserimento (nel 2013) ed il successivo ampliamento (nel 2019) del Comma 1 Bis nella Legge sulle Cartolarizzazioni siano da interpretarsi come un tentativo esplicito del Legislatore di ampliare il novero delle modalità alternative di finanziamento alle imprese, creando un canale alternativo a quello tradizionale bancario.

Il fenomeno del cd. credit crunch (lett., “stretta creditizia”, ovvero il progressivo restringimento dei canali di accesso al credito da parte di intermediari finanziari, in particolare banche, a favore delle imprese, in presenza di una speculare crescente domanda di finanziamenti) che in larga misura ha avuto inizio con la crisi del 2008, ha determinato, infatti, l’avvio di un processo di crescente interesse proprio verso fonti di finanziamento alternative al sistema bancario tradizionale. (9)

Già a partire dal 2012, numerose erano state le misure adottate per far fronte all’inasprimento delle condizioni di accesso al credito delle imprese italiane e alla grave crisi sistemica affrontata.

Dal 2012 (anno di introduzione dei minibond) sino al 30 giugno 2019, ben 279 sono state le piccole e medie imprese che li hanno emessi, per un valore complessivo di oltre 5 miliardi di Euro (solo nei primi mesi del 2019 sono stati emessi 37 minibond per un totale di 307 milioni di Euro (dati Confindustria, 6 dicembre 2019), avvalorando così sempre più l’assunto secondo il quale in Italia i minibond sono diventanti e si stanno affermando come uno strumento acceleratore di crescita.

È proprio in questo frangente che vanno contestualizzate le novità normative che hanno introdotto, a partire dal 2013, i basket bond nel nostro ordinamento, rientrando questi ultimi tra i vari canali di finanziamento alternativo per la

clientela corporate, che si stanno, recentemente, sviluppando e rivelando tra i più efficaci per far avvicinare ai mercati finanziari aziende di dimensioni minori. (10) Giova, peraltro, evidenziare come lo strumento del basket bond sia stato ammesso quale forma di finanziamento alternativo alle imprese nella misura in cui la SPV, pur non essendo un intermediario finanziario sottoposto direttamente alla vigilanza di Banca d'Italia, sia indirettamente vigilata tramite la presenza del master servicer, il soggetto che, ai sensi della Legge 130, verifica che l'operazione sia conforme alla legge e al prospetto informativo e che, obbligatoriamente, deve essere scelto tra banche o intermediari finanziari iscritti nell'albo previsto dall'articolo 106 del Decreto Legislativo 1° settembre 1993, nr. 385.

III.2.2. La struttura dell'operazione

I basket bond sono, come si diceva, strumenti di finanziamento parallelo al sistema bancario, finalizzati in primis a consentire l'accesso al mercato dei capitali a quelle piccole e medie imprese o a quelle società a piccola e media capitalizzazione (cd. "Small Cap" o "Mid Cap") che, altrimenti, non avrebbero – singolarmente – una appetibilità tale da attrarre a sé investimenti da parte di investitori qualificati e istituzionali.

I vari steps attraverso i quali tali operazioni si realizzano, sono: l'individuazione e la selezione delle Imprese Emittenti (come infra definite); l'emissione dei Titoli Sottostanti (come infra definiti) da parte delle Imprese Emittenti previamente

selezionate; la costituzione della SPV 130; la sottoscrizione da parte della stessa dei Titoli Sottostanti e l'emissione dei Titoli ABS.

Il processo di emissione di basket bond prende il via, in primis, con l'identificazione e la successiva selezione delle imprese e società che potranno aderire all'operazione Basket procedendo all'emissione dei titoli obbligazionari che saranno poi sottoscritti dalla SPV 130.

Si è portati a pensare alle operazioni Basket come solo a quelle operazioni coinvolgenti una pluralità di Imprese Emittenti.

La forza intrinseca dello strumento basket bond sembrerebbe risiedere proprio nella circostanza che, alla base dello stesso, vi sia una pluralità di Imprese Emittenti.

In un contesto di credit crunch quale quello attuale, con conseguente difficoltà di accesso al credito "tradizionale" (sotto forma di finanziamento bancario), imprese di piccole e medie dimensioni potrebbero non avere, singolarmente, la forza di reperire sul mercato la liquidità necessaria per compiere investimenti e non riuscirebbero, pertanto, ad attrarre investimenti emettendo singolarmente obbligazioni o titoli di debito di piccolo taglio (facendo quindi emissioni stand-alone che avrebbero scarsa appetibilità per investitori "di grosso calibro").

Questa difficoltà sembrerebbe potersi superare proprio attraverso l'utilizzo di uno strumento grazie al quale le Imprese Emittenti operano "congiuntamente" e ad interfacciarsi al mercato sia la sola SPV 130, con la sua struttura complessa e

garantista, la sua insolvency remoteness e la possibilità di emettere Titoli ABS di taglio più ampio rispetto ai piccoli tagli dei Titoli Sottostanti, nonché con tassi di interesse più interessanti, appetibili anche ad investitori istituzionali.

Infine, un ulteriore vantaggio che deriva dalla circostanza che vi siano una pluralità di Imprese Emittenti (e che lascia, quindi, pensare che i basket bond abbiano più successo come struttura “pluralista” e “corale” da un punto di vista soggettivo) deriva, ad esempio, dall’utilizzo della garanzia mutualistica quale strumento di credit enhancement: capita sovente, infatti, che nelle operazioni Basket, ciascuna Impresa Emittente garantisca non solo i propri obblighi di pagamento ma anche quelli delle altre Imprese Emittenti.

In tale modo, si mitiga il rischio di credito del paniere con il risultato di ottenere una durata del finanziamento non reperibile attraverso il canale bancario tradizionale né con una emissione obbligazionaria cd. stand-alone, a un costo vantaggioso per ogni Impresa Emittente.

La garanzia mutualistica, a maggior ragione, potrebbe essere concessa reciprocamente proprio tra quelle Imprese Emittenti strettamente connesse tra loro (perché appartenenti, ad esempio, alla stessa filiera), che avrebbero, pertanto, un interesse anche personalistico a prestarla.

Quanto alle modalità di identificazione e selezione delle Imprese Emittenti, queste ultime vengono solitamente selezionate applicando criteri prestabiliti, che mirano a determinare – tra le stesse Imprese Emittenti – una certa omogeneità

economico/finanziaria e/o di settore merceologico di appartenenza: lo scopo, evidentemente, è quello di creare una categoria di rischio il più possibile uniforme ed omogenea per gli investitori che andranno a sottoscrivere, a loro volta, i Titoli ABS emessi dalla SPV 130.

Alla luce delle operazioni di fin qui realizzate, l'omogeneità tra le Imprese Emittenti selezionate può intendersi in vario modo.

A titolo esemplificativo si può riportare la seguente casistica:

a) omogeneità strutturale ed economica delle Imprese Emittenti: se si prende, infatti, ad esempio la prima esperienza italiana in assoluto di emissione di basket bond (i cd. "Elite Basket Bond") si nota come l'operazione in questione sia rivolta esclusivamente ad imprese aderenti al Programma ELITE di Borsa Italiana: tale programma coinvolge imprese che stanno intraprendendo un percorso di sviluppo da un punto di vista organizzativo e manageriale, ma soprattutto, che hannorequisiti omogenei in termini di fatturato, risultato operativo, utile netto e non quotazione su mercati regolamentati;

b) omogeneità del settore di destinazione delle sottoscrizioni: guardando, in secondo luogo, all'esperienza dell'Export Basket Bond Programme dell'aprile2019 (anch'esso destinato ad imprese facenti parte del Programma ELITE), si deduce, altresì, come l'emissione da parte delle Imprese Emittenti possa essere finalizzata al finanziamento di investimenti per l'internazionalizzazione delle stesse;

c) omogeneità della filiera di appartenenza delle Imprese Emittenti: esaminando, invece, l'esperienza del cd. "Basket Bond Turismo Veneto/Spiagge" del settembre 2019, si ricava come ulteriore criterio per l'identificazione e selezione delle imprese prenditori dei finanziamenti possa essere quello della attività produttiva svolta dalle stesse e l'appartenenza alla medesima rete produttiva che le rende intimamente interconnesse tra loro. Nel caso in questione, infatti, l'operazione ha visto coinvolto il distretto turistico costiero (della costa veneta);

d) omogeneità geografica/regionale delle Imprese Emittenti: guardando, infine, all'esperienza di due basket bond regionali, in Campania e in Puglia, si deduce come ulteriore criterio di selezione possa essere quello legato al territorio di appartenenza e operatività delle imprese coinvolte. La spinta derivante dal funding, pertanto, in tal caso è volta a favorire la realizzazione di progetti di espansione, rafforzamento e innovazione da parte di imprese (PMI) locali, nell'ottica di rilancio del territorio. Va da sé che la duttilità, snellezza e trasversalità dello strumento basket bond concede, altresì, molta libertà quanto alla scelta dei criteri comuni di selezione ed individuazione delle Imprese Emittenti.

Inutile sottolineare che ovviamente tali criteri risentono e dipendono inevitabilmente dalle condizioni economiche o dal momento storico contingente, nonché dalla spinta che si intende fornire ad uno o più settori dell'economia.

Solitamente, nelle operazioni Basket, i Titoli Sottostanti, seppure vengano emessi da una molteplicità di Imprese Emittenti, presentano tuttavia – proprio in virtù dell’omogeneità economico/finanziaria con cui vengono selezionate le Imprese Emittenti da inserire nel paniere – le stesse identiche condizioni economico/finanziarie in termini di durata finale (maturity), di tasso (interestrate), di piani di rimborso/ammortamento (redemption), eccetera.

Unica differenza può essere rappresentata dall’ammontare massimo dell’emissione che, singolarmente, può differenziarsi da impresa ad impresa.

I titoli emessi dalle Imprese Emittenti saranno sottoscritti da una SPV 130, una società veicolo di cartolarizzazione costituita ai sensi dell’articolo 3 della Legge sulle Cartolarizzazioni, il cui oggetto esclusivo è, per l’appunto, la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione.

Esse, infatti:

- a) hanno una struttura societaria come “scatole vuote” ad appannaggio esclusivo dell’operazione di cartolarizzazione, solitamente detenute, direttamente ovvero indirettamente da trust di partecipazione (stichting olandesi) di per sé non fallibili;
- b) beneficiano della cd. insolvency remoteness dal momento che sul loro patrimonio e, in particolare, quindi, sulle somme rinvenienti dalla gestione degli asset cartolarizzati, non sono ammesse azioni da parte di soggetti diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l’acquisto delle attività sottostanti (i cd. “Portatori dei Titoli” o “Noteholders”), in quanto tali somme possono essere

utilizzate dalla SPV 130 esclusivamente per il soddisfacimento dei crediti vantati nei suoi confronti dai Noteholders e per il pagamento dei costi dell'operazione;

c) ai sensi dell'art. 4 della Legge 130, con la pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale della cessione rende la cessione efficace nei confronti degli aventi causa del cedente che non abbiano reso il loro titolo efficace verso i terzi prima della data di pubblicazione, nonché nei confronti dei creditori del cedente che non abbiano pignorato i crediti prima della stessa data. Peraltro, è proprio dalla data di pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale, sui crediti acquistati e sulle somme versate dai debitori sono ammesse soltanto azioni a tutela dei diritti degli investitori e delle banche; e

d) abbreviano i termini di revocatoria fallimentare (di cui agli articoli 65 e 67 del Regio Decreto 16 marzo 1942, nr. 267 – la “Legge fallimentare” – ovvero di cui all'articolo 164, comma 1 e articolo 166 del Decreto Legislativo 12 gennaio 2019, nr. 14 – il “Nuovo Codice della Crisi”). Le norme su menzionate non si applicano ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti alla società cessionaria e si applicano nei termini ridotti rispettivamente da due anni a sei mesi e da un anno a tre mesi alle operazioni di cartolarizzazione.

Una fuggente e veloce citazione deve essere posta alla potenziale applicabilità del Regolamento Europeo nr. 2402/2017 in vigore dal 1° gennaio 2019 (“Regolamento UE sulle Cartolarizzazioni”).

A conclusione del sottoparagrafo trattato, possiamo affermare che l'utilizzo dello strumento dei basket bond comporta numerosi vantaggi, sia per le imprese Emittenti, che per gli investitori degli ABS.

Lato Imprese Emittenti: creare una modalità di finanziamento alle imprese nuova ed alternativa rispetto al tradizionale canale bancario; permettere ad imprese di piccole e medie dimensioni (cd. Small Cap, Mid Cap e PMI) di accedere al mercato del credito secondo canali che sarebbero loro preclusi qualora procedessero singolarmente con emissione stand alone.

Lato Investitori: il coinvolgimento di una molteplicità di Imprese Emittenti permette sia di distribuire e spalmare il rischio di credito degli asset sottostanti, ma anche di potersi tutelare facendo leva sulle cd. garanzie mutualistiche rilasciate da parte delle stesse Imprese Emittenti; beneficiare del regime di favor tipico dell'utilizzo della cartolarizzazione e della SPV 130.

III.2.3. Green Bond

Interessantissimi, in un'ottica di medio-lungo termine, sono i cd. "green bond".

Dal punto di vista concreto è indubbia la difficoltà di dover affrontare, per il mondo intero, un indispensabile cambiamento senza precedenti.

E, per tale aspetto, sono necessari fondi ingenti ed è fondamentale predisporre una idonea arma finanziaria della transizione.

Il tema principale da affrontare, perciò, è quello sicuramente della sostenibilità.

Alla luce dell'attuale crisi energetica, prescindendo dalle ragioni che l'hanno creata e che non smettono di alimentarla, l'obiettivo maestro ma non facile per il mondo sarebbe quello di passare alle rinnovate energie "verdi".

L'annuncio più eclatante è stato quello di Mark Carney, tra l'altro ex governatore della Banca centrale inglese che, rappresentando un gruppo privato di 450 nomi tra intermediari finanziari, assicurazioni e investitori, chiamato Glasgow Financial Alliance for Net Zero, ha promesso di mettere in campo, in circa 30 anni, la cifra monstre di 130 mila miliardi di dollari per raggiungere la neutralità climatica.

Tra l'altro, la Cop26 (tenutasi a Glasgow, Scozia, dal 31 ottobre al 12 novembre 2021), aveva reso noto come l'interesse, parlando in pratici termini economici per la sostenibilità, derivi più dal privato che dal pubblico.

Infatti, l'interesse privato per la lotta al cambiamento climatico è forte perché sebbene l'ambiente sia un bene pubblico puro, cioè non rivale in termini economici (tutti possono goderne) e non escludibile (non si può estromettere nessuno dal goderne), la via della transizione ambientale è lastricata di beniprivati, che possono essere regolati dal mercato e, ovviamente, produrre profitti.

L'attenzione agli investimenti sostenibili però richiede una grande attenzione, perché ciò che guida buona parte delle compagnie è la reputazione e l'incentivo a barare e sovrastimare la propria sostenibilità è purtroppo sostanziale.

Servono quindi strumenti precisi per distinguere ciò che è vero "green" dal "greenwashing".

Il rapporto che si instaura tra l'emittente e il portatore (bondholder) è quello, rispettivamente, di debitore e creditore.

Chi acquista un'obbligazione all'atto dell'emissione, ossia sul mercato primario, presta una somma di denaro a un'impresa, a uno Stato od altre entità.

In cambio riceverà un interesse per tutta la durata del titolo, che verrà versato periodicamente (la cedola).

Al termine del contratto, l'emittente restituisce il capitale ricevuto.

Le “obbligazioni verdi” o Green Bond, sono strumenti finanziari che dal 2007, anno del loro lancio, hanno conosciuto un tasso di crescita straordinario.

Sono obbligazioni come tutte le altre, ma la loro emissione è strettamente legata a progetti che hanno un impatto positivo per l'ambiente.

I Green Bond permettono dunque di finanziare vari tipi di programmi con caratteristiche di sostenibilità ambientale, come il trattamento dell'acqua e dei rifiuti, iniziative legate alla prevenzione e controllo dell'inquinamento, infrastrutture per i trasporti, centrali eoliche e più in generale iniziative legate all'utilizzo sostenibile dell'acqua o all'edilizia eco-compatibile, per citare qualche esempio.

Tutti i piani atti ad accelerare la transizione ecologica rientrano dunque nei Green Bond.

La Commissione Europea ha enfatizzato le potenzialità e il funzionamento del mercato dei Green Bond, presentando un pacchetto di misure intitolato "Energia

pulita per tutti gli europei", secondo il quale, dal 2021, sarà necessario un supplemento di ben 177 miliardi di euro all'anno per raggiungere gli obiettivi individuati per il 2030 su clima ed energia per i quali questi nuovi meccanismi di finanziamento e di investimento potrebbero giocare un ruolo essenziale.

Inizialmente, le nuove obbligazioni provenivano principalmente da istituzioni finanziarie sovranazionali, come la Banca mondiale o la Banca Europea per gli Investimenti.

Poi, sul mercato sono arrivati anche titoli emessi da singole aziende, municipalità e agenzie statali.

Negli ultimi anni si è vista una espansione più significativa anche grazie alla spinta impressa dalla Cop21 parigina e dagli accordi sul clima del 2015.

Per l'emissione dei Green Bond sono previste due aste al mese, il primo e il terzo mercoledì del mese.

A queste si aggiungeranno un'asta e un'emissione sindacata al mese per le obbligazioni.

A guidare la vendita, su mandato della Commissione, sono BofA Securities, Credit Agricole, Deutsche Bank, Nomura e TD Securities.

Tra i sottoscrittori del Green Bond Ue, circa il 10% ha sede in Italia, che dimostra il suo ruolo di primo piano nel panorama del debito verde europeo.

Il 3 marzo 2021 è stato emesso il primo BTp Green per 8,5 miliardi di euro con scadenza 2045 che, anche in questo caso, ha ricevuto sottoscrizioni in eccesso di circa 10 volte l'offerta.

Si osserva che il 41% dei fondi raccolti ha finanziato incentivi fiscali per l'efficiamento energetico e che il lotto minimo ridotto di 1.000 ha consentito la partecipazione sul mercato secondario degli investitori retail, non frequente, visti i tagli minimi delle emissioni green corporate che si aggirano attorno a quota 100.000 euro.

La crescita del mercato dei Green Bond è dovuta principalmente a due fattori.

Da una parte, l'ingresso nel mercato delle obbligazioni green da parte delle grandi imprese dei paesi emergenti (in particolare Cina ed India), dall'altra la crescente attenzione delle istituzioni sovranazionali al tema, appunto, della sostenibilità ambientale.

Infatti, tutte le principali Banche di Sviluppo (Banca Mondiale, International Finance Corporation, European Bank for Reconstruction and Development, European Investment Bank, Asian Development Bank, African Development Bank) ogni anno rinnovano il loro impegno nella sostenibilità avviando nuovi piani di emissione di Green Bond.

Da parte degli investitori, entrambi i trend portano ad una maggiore attenzione a tematiche connesse al cambiamento climatico e all'inclusione finanziaria, due temi centrali nell'agenda mondiale che trovano un forte riscontro nelle linee guida

definite all'interno dei Sustainable Development Goals promossi dalle Nazioni Unite.

Secondo un'analisi effettuata da Bloomberg, nei primi sei mesi del 2021 la vendita di questi titoli ha sfiorato i 300 miliardi di dollari.

Le emissioni hanno riguardato 49 Paesi e sono state in 29 valute.

L'area traino per i Green Bond è l'Europa: circa il 53% delle obbligazioni di questo tipo piazzate nel primo semestre 2021 provengono da Europa, Medio Oriente e Africa (zona Emea).

III.2.5. Garanzia Campania Bond

Pare doveroso, a questo punto, fare cenno ad alcune realtà italiane: d'altra parte se la Banca Mondiale studia il modello Campania, un motivo ci sarà.

La Banca Mondiale, infatti, ha inviato in Campania due ricercatori per studiare sul campo gli effetti della misura voluta dalla Regione Campania - Garanzia Campania Bond - che, attraverso una virtuosa collaborazione tra pubblico e privato, ha permesso a 65 aziende campane di accedere al mercato dei capitali stimolando anche un percorso di crescita manageriale del sistema imprenditoriale. Proprio il mix di benefici, diretti e indiretti, derivanti dall'utilizzo dello strumento finanziario ideato da Sviluppo Campania - società in house della Regione Campania – è alla base dell'interesse della Banca mondiale che sta valutando di sviluppare un progetto di ricerca da sottoporre ai servizi centrali dell'Agenzia, con

sede a Washington, per valutare l'effettivo impatto dello strumento di politica economica ai fini di una sua replicabilità in altri contesti, anche alla luce della collaborazione con la Commissione Europea per migliorare l'efficacia dei programmi di specializzazione intelligente nell'Ue.

Con quest'obiettivo i ricercatori si sono recati, in compagnia dell'assessorato alle Attività produttive della Regione Campania e di Sviluppo Campania, presso alcune delle imprese campane che hanno completato il percorso previsto dalla misura attivando operazioni di finanziamento, tramite emissione di minibond, assistite da garanzia pubblica.

Grazie a questi incontri i ricercatori hanno potuto comprendere meglio i molteplici risultati derivanti dall'utilizzo di Garanzia Campania Bond. Innanzitutto la sua composizione: un mix bilanciato di risorse suddivise tra capitale circolante, investimenti materiali e immateriali.

Un altro aspetto evidenziato dagli imprenditori è stato quello relativo ai tassi vantaggiosi e ai tempi, rapidi, per concludere il processo, ponendo l'accento sul fatto che sul mercato bancario è praticamente impossibile ricevere un'apertura di credito simile alle condizioni ricevute.

Su quest'ultimo aspetto ha pesato, e non poco, la garanzia pubblica, offerta dalla Regione Campania e sostenuta da Fondi europei.

Inoltre completare il percorso ha significato la sistematizzazione e la certificazione di pratiche e procedure che hanno ampliato il know-how finanziario interno delle stesse aziende.

È questa la componente “intangibile” di incentivo alla crescita e irrobustimento organizzativo-manageriale legata a questo strumento di finanza alternativa, che ha rappresentato per molti solo un’iniziale esperienza di accesso al capital market.

E infine, dato che non è stato sottovalutato dai ricercatori, l’adesione alla misura ha permesso alle aziende coinvolte non solo di tutelare i livelli occupazionali, in un periodo di difficoltà a causa della pandemia prima e della crisi energetica poi, ma anche di ampliare la forza lavoro.

Il progetto Garanzia Campania Bond, che coinvolge Cassa Depositi e Prestiti e Mediocredito Centrale in qualità di investitori, ha raggiunto l’emissione di 144,1 Mln€ di minibond di cui oltre 36 Mln€ coperti da garanzia pubblica a valere su risorse del POR Campania FESR 2014-2020.

L’intervento ha interessato tutte le province, Napoli e Salerno in testa, e coinvolto numerosi settori, Manifatturiero, Agro-Alimentare e Digitale/Software in via prioritaria; a seguire Sanità, Energia, Logistica/Trasporto, Abbigliamento, Costruzioni/Infrastrutture e Automotive.

III.2.6. Potenziale inespresso dei minibond

Prima di giungere alla fine di questo modesto contributo è importante segnalare che resta il fatto che il potenziale inespresso dei minibond è ancora elevato, anche perché tutt'ora molte aziende non sono pienamente consapevoli di questa opportunità.

Basti pensare che, secondo dati di Banca d'Italia citati nel corso di un evento ospitato da Bloomberg a Milano, il 40% delle PMI italiane non è al corrente delle agevolazioni fiscali legate ai minibond.

I minibond offrono una fonte alternativa di finanziamento rispetto al canale bancario, e sono interessanti soprattutto per le piccole e medie imprese, che hanno bisogno di risorse a sostegno dei propri progetti di sviluppo, ma spesso necessitano di piani di ammortamento diversi da quelli previsti normalmente dagli istituti di credito.

Secondo una ricerca messa a punto da Mps Capital Services, l'emittente tipo di minibond è un'azienda con un fatturato compreso tra 20 e i 250 milioni di euro circa (ma non mancano realtà con fatturato inferiore), un progetto da realizzare e diversi requisiti, tra cui elevati tassi di crescita attesi, management stabile e una certa trasparenza nella reportistica.

Quanto agli investitori, a fare la parte del leone sono i fondi di minibond riservati a istituzionali, come il fondo PMI Italia, che dispongono delle competenze necessarie per valutare l'emittente, il progetto da finanziare e la capacità di rimborso del titolo.

Ma i minibond attirano anche l'attenzione di banche locali, assicurazioni, cooperative, finanziarie regionali e, ultimamente, family office, che costituiscono un possibile punto di contatto tra minibond e clientela "retail".

Con le banche che non sembrano destinate a tornare tanto presto a riaprire i rubinetti del credito, lo spazio di crescita per i minibond certo non manca.

Come tutte le cose però, anche questi strumenti – introdotti in Italia con il Decreto Sviluppo del 2012 – hanno bisogno di farsi conoscere: ci vorrà tempo e, forse, una comunicazione più decisa per sensibilizzare le PMI su questo tema.

Al riguardo, alcuni esempi potranno dare l'idea di quali potranno essere i margini di crescita e sviluppo aziendali in Italia.

ILLIMITY

Sono state perfezionate nel mese di luglio 2022 le prime due emissioni di minibond realizzate nell'ambito del programma Basket Bond – Energia Sostenibile, ideato da Eni e sviluppato e promosso, per i rispettivi ambiti, da ELITE e Illimity per favorire la transizione energetica e migliorare i profili di sostenibilità degli emittenti, in particolare PMI.

Il primo minibond, del valore di 10 milioni di euro, è stato emesso da EGEA, la società di multiservizi pubblico-privata che opera nei settori dell'energia e dell'ambiente e con una importante presenza sia a livello locale che a livello nazionale.

EGEA, con sede ad Alba, combina forti competenze industriali globali con l'attenzione per il territorio e le comunità in cui opera.

L'azienda basa la sua crescita sulla svolta sostenibile, l'innovazione digitale e lo sviluppo inclusivo attraverso i tanti servizi offerti che spaziano dalla vendita di energia elettrica e gas all'igiene ambientale, dalla mobilità sostenibile alla produzione di energia rinnovabile con oltre 30 impianti tecnologicamente all'avanguardia e integrati con il contesto circostante.

Il secondo minibond, del valore di 7 milioni di euro, è stato emesso da Comal, società quotata su Euronext Growth Milan (ex AIM Italia) e attiva nel settore dell'impiantistica per la produzione di energia da fonti rinnovabili, specializzata nella realizzazione di impianti fotovoltaici di grande potenza con formula EPC (Energy Performance Contract) e O&M (Operations & Maintenance).

Le società emittenti, EGEA e Comal, sono state affiancate da Illimity che ha agito in qualità di sottoscrittore e arranger, coordinando e strutturando entrambe le operazioni.

Coerentemente con gli obiettivi del programma "Basket Bond – Energia Sostenibile" EGEA e Comal hanno presentato a Illimity un piano dettagliato degli investimenti propedeutici al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità ed è stato quindi possibile verificare che una parte significativa della nuova finanza sarà destinata da entrambe a progetti a supporto della transizione energetica e dello sviluppo sostenibile.

Enrico Fagioli, Head of Growth Credit Division di Illimity: “Per noi questo è un programma particolarmente significativo, sia per la qualità dei partner del progetto, sia per la possibilità di supportare ulteriormente lo sviluppo sostenibile delle imprese italiane e la loro transizione energetica, particolarmente rilevante in una fase così complessa come quella attuale”; “Come sempre, siamo dalla parte delle PMI nel loro percorso verso l’innovazione e la sostenibilità”, ha aggiunto Fabiano Lionetti, Head of Investment Banking di Illimity.

Il programma “Basket Bond – Energia Sostenibile” si rivolge a PMI con progetti e piani di investimento che contribuiscono al raggiungimento degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite, con conseguente miglioramento del profilo di sostenibilità dell’impresa.

Le aziende impegnate in un percorso di transizione energetica e con l’ambizione di migliorare i propri processi industriali e modelli di business, potranno quindi finanziare, ad esempio, iniziative concrete come il rinnovamento impianti ai fini di efficienza energetica e miglioramento dell’impatto ambientale, l’accesso a fonti energetiche rinnovabili, la mobilità sostenibile, l’adozione di modelli di economia circolare, la tutela della sicurezza e della salute dei lavoratori, la formazione e creazione di nuove competenze.

FININT

Secondo l'Osservatorio del Politecnico di Milano, nel 2020, Banca Finint ha organizzato 59 emissioni per un totale di 227,75 milioni di euro.

È quanto emerge dal settimo Report dell'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano che analizza il mercato delle emissioni di titoli di debito per importi inferiori a 50 milioni di euro condotte dalle imprese italiane con un focus su quelle di piccola e media dimensione.

Secondo l'analisi, l'istituto di Conegliano Veneto controllato dalla famiglia Marchi è in testa anche alla classifica generale degli arranger di minibond – nati nel 2012 – avendo superato complessivamente la soglia del miliardo di euro.

“In un contesto economico sempre più complesso messo a dura prova dalla crisi sanitaria si è rivelato ancora più rilevante individuare strumenti alternativi a supporto dell'economia reale – commenta Luigi Bussi, head of corporate & investment banking di Banca Finint – Le aziende che hanno fatto ricorso a questi strumenti si sono dimostrate molto efficaci nel gestire la difficile fase congiunturale”.

UNICREDIT

Con 44 emissioni nel corso del 2021 per un controvalore di 251 milioni di euro, UniCredit si conferma leader nel mercato dei capitali anche nel segmento delle piccole e medie imprese attraverso i minibond.

È quanto emerge dalla pubblicazione dell'ottavo Report dell'Osservatorio Minibond pubblicato dalla School of Management del Politecnico di Milano.

Anche nell'utilizzo di questo strumento alternativo di finanziamento è sempre più rilevante il tema della sostenibilità dei modelli di business, tanto è vero che il 40% delle emissioni del 2021 curate da UniCredit per conto delle aziende hanno incorporato obiettivi di sostenibilità.

Il report del politecnico milanese conferma un generale buon andamento complessivo dell'industria dei minibond nel Paese, che nel 2021 ha recuperato i livelli pre-Covid, e un successo crescente dello strumento tra le imprese per finanziarne piani di sviluppo e investimenti.

Un andamento che ha consentito a UniCredit, grazie alle più recenti operazioni, di sfiorare la soglia degli 800 milioni di euro erogati con lo strumento dei minibond in 5 anni a favore di 115 piccole e medie imprese italiane.

Al centro del prossimo basket bond multi settore promosso da UniCredit sarà proprio il tema ESG.

L'iniziativa ha l'obiettivo di finanziare PMI e Mid Cap italiane che si impegnano in un piano di investimenti finalizzato alla sostenibilità.

Le aziende avranno accesso a nuove risorse finanziarie a medio termine attraverso minibond con taglio compreso tra i 2 e i 25 milioni di euro, di durata non inferiore ai 6 anni. UniCredit agirà in qualità di arranger, oltre che di investor al fianco di primari investitori istituzionali.

“Con il nuovo basket bond ESG mettiamo la nostra capacità di innovazione delle soluzioni finanziarie al servizio degli obiettivi delle imprese nella transizione. Soprattutto in questa fase dell’economia del nostro Paese è importante aggiungere alla nostra tradizionale attività di supporto dell’economia reale strumenti, come i minibond, che incoraggino le PMI ad approcciare il mercato dei capitali, diversificando le proprie fonti di finanziamento e acquisendo una maggiore maturità finanziaria.” ha commentato Massimiliano Mastalia, Responsabile Corporate Italia di UniCredit.

Un contributo importante al raggiungimento dei risultati finora conseguiti da UniCredit è arrivato dai basket bond, operazioni di portafoglio di minibond che consentono di aumentare l’interesse degli investitori istituzionali per i piccoli tagli e per le piccole e medie imprese: dei 27 minibond emessi nell’ambito dei basket bond in cui UniCredit è arranger, 21 riguardano il Basket Bond Puglia, congaranzia della Regione Puglia, e 6 il Basket Bond di Filiera, iniziativa promossa con CDP per lo sviluppo delle principali filiere dell’economia italiana. Un altro sviluppo di rilievo è avvenuto con il Bond Food Mezzogiorno, che ha finora consentito 16 emissioni, per il 90% con obiettivi di sostenibilità.

CROWDFUNDME

CrowdFundMe lancia il minibond da 4 mln di I.M.I spa di Mf Aim Italia

L'obbligazione offre un rendimento annuo del 5% e presenta un piano di rimborso con ammortamento dopo 2 anni (gli interessi saranno pagati con cedola semestrale posticipata) per una durata complessiva dell'operazione pari a 60 mesi.

CrowdFundMe S.p.A., unica piattaforma di Crowdfunding (Equity Crowdfunding, Real Estate Crowdfunding, Private Debt) quotata su Borsa Italiana, ha avviato, in data 12 aprile 2022, il collocamento del minibond di I.M.I. Montaggi Industriali S.p.A., eccellenza italiana nel campo della meccanica generale e dell'impiantistica elettrica per macchinari industriali.

L'obbligazione offre un rendimento annuo del 5% e presenta un piano di rimborso con ammortamento dopo 2 anni (gli interessi saranno pagati con cedola semestrale posticipata) per una durata complessiva dell'operazione pari a 60 mesi. L'opportunità è sottoscrivibile anche da investitori retail (con patrimonio superiore a 250.000 euro) e ha già raccolto interesse da investitori professionali.

La società emittente I.M.I. S.p.A., che oggi ha la sede operativa a Carrara e quella legale a Napoli, è stata fondata nel 2012 e anno dopo anno è cresciuta fino a sviluppare tre linee di business: lavorazioni meccaniche di precisione, carpenteria leggera e pesante, manifattura di macchine e impianti industriali. La società, con circa cento dipendenti specializzati, opera in una vasta gamma di settori, come oil&gas, petrolchimico, energetico, elettromeccanico, siderurgico e aeronautico. In particolare, I.M.I. S.p.A. partecipa a commesse internazionali come subappaltatrice, principalmente per conto di Nuovo Pignone International S.r.l.,

che fa parte del gruppo Baker Hughes, multinazionale attiva in più di 120 Paesi. La pandemia di Covid-19 non ha rallentato l'operatività dell'azienda e il business ha continuato a espandersi: nel 2020 i ricavi sono cresciuti a oltre 11,7 milioni di euro contro i 9,4 milioni del 2019, e l'Ebitda è aumentato a più di 1,8 milioni di euro (rispetto ai precedenti 1,4 milioni). La società prevede una ulteriore crescita del fatturato, fino ad arrivare a oltre 35 milioni di euro nel 2026 con Ebitda a 9,4 milioni.

Il minibond ha un obiettivo massimo di 4.000.000 di euro e un taglio minimo di sottoscrizione di 10.000 euro. I.M.I. presenta un rating pari ad A3- (fascia alta) calcolato da Modefinance (società di rating ESMA Compliant).

Si tratta di un'emissione Senior Unsecured all'interno di un'operazione di Crowdfunding, in quanto il minibond verrà quotato sul segmento ExtraMOT PRO3 di Borsa Italiana al termine della raccolta di capitali, elemento che supporta significativamente la liquidità del titolo.

CrowdFundMe svolge il ruolo di collocatore per la raccolta dell'investimento e, in tale attività, il portale è affiancato da Integrae SIM, operatore di alto profilo che avvicinerà all'operazione investitori professionali oltre ai sottoscrittori retail. Business & Consulting è l'advisor finanziario che ha supportato l'emittente nella fase di preparazione del minibond, mentre Nctm è l'advisor legale.

Il management di I.M.I. S.p.A. punta sull'internalizzazione di una serie di lavorazioni meccaniche, sino ad oggi appaltate a terzi fornitori, e sulla

diversificazione del portafoglio clienti. A tal fine, le risorse raccolte tramite il minibond saranno impiegate soprattutto per l'acquisizione del 40% (e a seguire di un ulteriore 25%) del capitale sociale di Costat S.r.l., azienda specializzata nel settore delle lavorazioni meccaniche che dispone di macchinari specifici di ultima generazione, personale qualificato nonché clienti di primaria rilevanza; la società è infatti accreditata come fornitore presso realtà del calibro di Leonardo, Siemens AG e Novomeccanica.

L'acquisizione permette di diversificare il portafoglio clienti, ottenendo anche sinergie di costo. Una parte residuale delle risorse raccolte con il minibond sarà impiegata anche per l'acquisto di ulteriori attrezzature e macchinari, nonché di scorte di magazzino per far fronte ai cicli produttivi.

BIBLIOGRAFIA/SITOGRAFIA

- (1) A. MEIANI, L. RIZZI, D. SABATINI “Guida ai Minibond: strumenti innovativi per la finanza delle PMI”, Bancaria editrice, 2015, pag 67;
- (2) C. ARLOTTA ed altri “La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa”, pag. 231 e ss.;
- (3) R. CALUGI, V. MORELLI, G. PAGLIETTI (a cura di) “I Minibond. Istruzioni per l'uso” (II Edizione) CONSORZIO CAMERALE PER IL CREDITO E LA FINANZA, 2014 pag. 66;
- (4) POLITECNICO DI MILANO – OSSERVATORIO MINIBOND “ II° Report Italiano sui Minibond”, febbraio 2016 , pag. 37 e ss. e “I° Report Italiano sui Minibond” , febbraio 2015, pag. 37 e ss. Per gli anni 2012-2015;
- (5) C. ARLOTTA ed altri “La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa. Mini bond, cambiali finanziarie, AIM, Progetto Elite, SPAC, Incentivi allo sviluppo.” Franco Angeli, 2014, pag. 101;

- (6) G. ROMANO “Il rating come criterio di valutazione sintetico del rischio di credito” in “Guida agli strumenti finanziari alternativi. Dalle cambiali ai Minibond” Quaderni AIAF n. 160, novembre 2013, pagg. 25 e ss;
- (7) N. BRANZOLI e G. GUAZZAROTTI “Il mercato dei private placement per il finanziamento delle imprese”, BANCA D’ITALIA, Questioni di Economia e Finanza, numero 262 – marzo 2015;
- (8) A. IZZI, Cartolarizzazioni: le modifiche introdotte dalla Legge di Bilancio 2019, in Altalex, 18/02/2019; GOP Legal Update Diritto Bancario – Le recenti modifiche alla Legge 130/1999 introdotte dalla Legge di Bilancio 2019; e L. MORELLO, R. TRIONTE, E. BRUGNOLI, Le nuove disposizioni in materia di CDO, in Diritto Bancario, 11/02/2019, dove si sottolinea come “La Legge 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti [...] è stata negli ultimi anni oggetto di numerose modifiche da parte del legislatore, volte principalmente a prevedere nuove tipologie di operazioni di cartolarizzazione. Queste nuove strutture, che si affiancano allo schema tipico della cessione dei crediti oggetto di cartolarizzazione, ben si adattano alla realtà economica italiana degli ultimi anni, caratterizzata (da una parte) da una notevole presenza di non-performing loans e (dall’altra) dalla difficoltà per le piccole e medie imprese di ottenere nuova finanza tramite il tradizionale canale bancario”;
- (9) M. DALLOCCHIO – A. SALVI, Finanza aziendale 1. Finanza ordinaria, Ed. Egea, 2011, i quali hanno giustamente fatto notare come le “possibilità di finanziamento per le imprese italiane sono andate progressivamente riducendosi negli ultimi anni anche a causa dalla profonda crisi economica e finanziaria che ha colpito l’Europa. Nei prossimi anni si dovrà assistere al passaggio da una struttura finanziaria d’impresa con un capitale di terzi estremamente orientato al canale bancario, ad un’altra in cui convergono anche altre forme di finanziamento”;
- (10) Finanza per la Crescita, Strumenti Finanziari Innovativi, Newsletter a cura dell’Area Comunicazione di Confindustria, 6 dicembre 2019.

CONCLUSIONI

La consapevolezza di aver affrontato un argomento ampiamente esaminato ed eviscerato nel corso degli anni passati, dall'apparizione sulla scena economica finanziaria italiana, con la trattazione di aspetti di partenza discussi e ridiscussi che poco o nulla potevano aggiungere perché ancorati nel bene o nel male alle disposizioni normative che ne disciplinano, inevitabilmente, la nascita e l'evoluzione.

I dati statistici forniti a supporto, soprattutto dei report annuali dell' "Osservatorio Minibond" costituito nel 2014, presso la School of Management del Politecnico di Milano che appaiono la fonte più costante e più completa in materia.

Essi hanno dimostrato, comunque, un interesse crescente che suscitano nel complesso aspettative non indifferenti che li circondano.

È pur vero, però, che stiamo parlando di dati e statistiche non omogenee e di difficile lettura, soprattutto se considerate nel loro insieme, in quanto la stessa nozione di Minibond si presta a diverse definizioni, così come quella di "emissioni delle PMI" ed altre ancora, utilizzate.

L'obiettivo che si sono posti è quello di analizzare e interpretare in modo esaustivo le dinamiche competitive della filiera dei Minibond in Italia e in particolare:

- le caratteristiche delle emissioni fatte sul mercato;

- le potenzialità del mercato e gli attori di riferimento (imprese, intermediari finanziari, fondi di investimento);
- il quadro istituzionale e normativo di riferimento ed il suo impatto sulla competitività del sistema delle PMI italiane;
- le scelte di investimento e di finanziamento delle imprese emittenti.

Come dagli stessi report presentati dall' Osservatorio, i Minibond sono definiti come titoli di debito (obbligazioni e cambiali finanziarie) nati per favorire l'accesso al mercato dei capitali anche, ma non esclusivamente, da parte delle PMI; si tratta di strumenti finanziari emessi a seguito delle novità normative contenute nel "Decreto Sviluppo" e nei successivi ulteriori provvedimenti.

Accanto all' "Osservatorio" sono inoltre utilizzati altri dati ed informazioni riportati dal database della testata giornalistica online BeBeez (supportata da AIFI e MF Milano Finanza) e dal "Barometro Minibond" di Epic Sim e Minibonditaly, oltre che, naturalmente, quelli riportate su ExtraMOT PRO e sul portale ExtraMOT PROLink.

Abbiamo già esposto la circostanza che con l'introduzione dei Minibond si è inteso offrire al sistema delle PMI un nuovo canale di finanziamento con accesso diretto sul mercato dei capitali.

Il mercato dei Minibond trovava un assetto via via che veniva plasmato il quadro normativo ed è, gradualmente, uscito da una fase iniziale in cui venivano effettuate poche operazioni, quasi sempre di importo rilevante, costruite sulle

esigenze di alcune grandi imprese che quotavano spesso i loro titoli in mercati esteri.

A partire dal 2014 e ancor più nel 2015, con l'arrivo sul mercato dei fondi di private debt e delle imprese di assicurazione, con l'attivazione di nuove forme di garanzia e soprattutto con una maggiore conoscenza delle nuove opportunità da parte delle PMI, indotta anche da nuove figure di advisors, si è riscontrata una crescita progressiva e costante sia delle emissioni di Minibond, sia della loro quotazione sul segmento ExtraMOT PRO.

La tipologia dei titoli emessi è costituita in misura preponderante (90% circa) da obbligazioni rispetto alla collocazione delle cambiali finanziarie, spesso nell'ambito di programmi "rolling", e un titolo definito nel regolamento come "titolo di debito".

Lo strumento "Minibond" si sta evidentemente affermando per la tipologia di imprese e il tipo di emissioni per le quali è stato in effetti concepito

Al di là dei numeri si è ritenuto da più parti il fatto che il mercato potenziale delle PMI che potrebbero emettere Minibond è costituito da qualche migliaio di unità ed è quindi di rilievo.

Deve comunque trattarsi di emissioni di alcuni milioni di euro perché l'ammontare dell'investimento sia appetibile per gli investitori istituzionali e i costi del collocamento non risultino eccessivamente onerosi per l'emittente.

Quest'ultimo deve essere un'azienda in crescita e/o con idonei piani di sviluppo e con livelli di redditività e di cash flow prospettici adeguati al rimborso del debito. Abbiamo visto, inoltre che i Minibond, per le imprese, hanno vantaggi, rappresentati dalla possibilità di ottenere una fonte di finanziamento alternativa e complementare al credito bancario e di consentire il miglioramento dello standing della società e sostanziale miglioramento dell'immagine aziendale con conseguenze positive in termini di opportunità commerciali e finanziarie oltre a rappresentare un ottimo strumento per managerializzare la società e dotarsi di metodi di pianificazione economico finanziaria evoluti; non mancano, inoltre i contro, che in via principale sono addebitabili in genere ad un costo complessivo superiore rispetto ai finanziamenti offerti dal sistema bancario.

Le previsioni per quel che concerne l'evoluzione nei prossimi mesi sembrano latitare dal momento che non è dato capire, ancora, l'impatto che potrà avere l'attuale crisi da coronavirus al mondo delle imprese e le prospettive sulla capacità di finanziamento tradizionale da parte delle imprese.

La prospettiva di questo breve lavoro, dopo aver illustrato doverosamente le considerazioni sui minibond, è quello di cogliere l'inizio e lo sviluppo di nuovi prodotti sperimentali che possano rappresentare ancor di più strumenti utili per managerializzare la società e dotarsi di metodi di pianificazione più evoluti dal punto di vista finanziario.

In questi ultimi anni non possiamo non segnalare che stiamo assistendo anche ad una naturale evoluzione del mercato dei minibond

Un segno, in tal senso, lo possiamo ritrovare in quelli che comunemente ormai vengono chiamati per esempio “basket bond”, “green bond”, “social bond”, “sustainability bond”, “sustainability-linked bond”

La richiesta di liquidità da parte delle Piccole e Medie Imprese è uno dei temi di maggiore attualità in questo periodo. Esse sono chiamate a fronteggiare la situazione di crisi post COVID-19 e le sfide della ripresa economica, le aziende hanno necessità di reperire risorse aggiuntive per sostenere azioni di recupero e di ripresa produttiva e commerciale

Tra gli altri strumenti finanziari stanno emergendo per venire incontro alle esigenze delle aziende i cosiddetti “Basket Bond” che sono strumenti di finanziamento gestiti da operatori non bancari che permettono alle imprese (in particolare le PMI) di raccogliere liquidità per sostenere i propri investimenti.

I “Basket Bond” sono aggregazioni di obbligazioni (i cosiddetti Mini Bond), emesse da piccole e medie imprese: solitamente si tratta di portafogli dalla forte connotazione tematica o territoriale che coinvolgono un pool di imprese. Ad esempio, gli Hotel Basket Bond aggregano obbligazioni emesse da aziende turistico-ricettive. Come nel caso del Basket Bond Turismo Veneto del 2019: taglio, durata e rendimento delle obbligazioni comprese nel “paniere” sono stabiliti fin dall’inizio.

La struttura finanziaria e organizzativa dell'operazione rimane complessa giacché permangono le figure dei classici minibond: oltre alle aziende che emettono le obbligazioni e gli investitori istituzionali che le sottoscrivono, vengono coinvolti sempre un advisor, un certificatore, e un soggetto che promuove lo strumento e ne cura la collocazione sul mercato.

Le obbligazioni verdi o “Green Bond” finanziano progetti o attività nuove o esistenti che hanno impatti ambientali positivi. L'emissione di green bond dovrebbe essere in grado di esercitare un impatto positivo sugli obiettivi ambientali delle obbligazioni.

Tra le tematiche di progetti idonei all'emissione di green bond figurano energia rinnovabile, efficienza energetica, trasporti puliti, edifici eco-compatibili, gestione delle acque reflue e adattamento al cambiamento climatico.

“Social Bond”: per qualificarsi come obbligazioni sociali, i relativi proventi devono finanziare o rifinanziare progetti o attività sociali che conseguono risultati sociali positivi e/o affrontano una problematica sociale. In molti casi, i progetti sociali si rivolgono a fasce di popolazione specifiche, ad esempio persone che vivono sotto la soglia di povertà, comunità emarginate, migranti, disoccupati, donne e/o minoranze sessuali e di genere, disabili e sfollati.

Recentemente abbiamo assistito alla nascita di una nuova tipologia di social bond: le obbligazioni legate al Covid-19. Queste obbligazioni prevedono che i proventi

vengano destinati all'attenuazione delle problematiche sociali causate dal Covid- 19 e si concentrano sulle popolazioni più colpite.

Tra le tematiche di progetti idonei all'emissione di social bond figurano sicurezza alimentare e sistemi alimentari sostenibili, progresso socioeconomico, edilizia sociale, accesso ai servizi essenziali e alle infrastrutture di base. Possono rientrare nei progetti sociali anche quelli relativi a spese correlate e di supporto come quelle di ricerca e sviluppo. Inoltre, nel caso di progetti che generano anche vantaggi ambientali, gli emittenti possono classificare le emissioni come social bond in base all'obiettivo primario del progetto sottostante.

“Sustainability Bond” : le obbligazioni sostenibili sono emissioni i cui proventi vengono utilizzati per finanziare o rifinanziare vari progetti o attività ecologiche e sociali. Queste obbligazioni possono essere emesse da società, governi e municipalità. Le tematiche di progetti idonee all'emissione di sustainability bond comprendono quelle in cui rientrano i green e social bond.

“Sustainability-linked bond” : le obbligazioni legate alla sostenibilità sono strutturalmente legate al conseguimento da parte dell'emittente di obiettivi climatici o SDG (che sono obiettivi di sviluppo sostenibile, Sustainable Development Goals, e sono una serie di 17 obiettivi interconnessi, definiti nel 2015 dall'Organizzazione delle Nazioni Unite come strategia "per ottenere un futuro migliore e più sostenibile per tutti – contesto sociale, sostenibilità ambientale e qualità della vita") più ampi, per esempio attraverso una clausola che

indicizza la cedola di un'obbligazione. In questo caso, l'avvicinamento (o il mancato avvicinamento) all'SDG o ai KPI (acronimo di Key Performance Indicators - indicatori chiave di performance -, sono un insieme di misure quantificabili che un'azienda utilizza per valutare le sue prestazioni nel tempo. Queste metriche vengono utilizzate per determinare il progresso di una azienda nel conseguimento dei suoi obiettivi strategici e operativi, e anche per confrontare le sue prestazioni in relazione ad altre aziende all'interno del suo settore) in questione, fa aumentare ovvero diminuire la cedola dello strumento. Queste obbligazioni possono svolgere un ruolo fondamentale nel promuovere l'assunzione di impegni di sostenibilità a livello societario, soprattutto attraverso l'allineamento con gli SDG dell'ONU o l'Accordo di Parigi.

In conclusione, quindi, il futuro dei minibond, sottoposti oggi alla ulteriore e contingente prova della crisi, possiamo considerare che la richiesta del mercato di esposizioni diversificate sull'economia reale si sta orientando verso la costruzione di portafogli con esposizioni medio-piccole combinate con logiche settoriali.

Gli asset manager preferiscono, infatti, entrare in strutture multi-emittente quali i Basket Bond di Filiera, i Basket Bond di Settore o i Basket Bond di Scopo, che iniziano a essere un fenomeno ben visibile.

Si cercherà quantomeno di smentire le iniziali preoccupazioni e previsioni che orientavano il pensiero a reputare lo strumento dei minibond che avrebbe dovuto servire a costruire il futuro, quale strumento finanziatore della sopravvivenza.

