



**POLITECNICO**  
MILANO 1863  
SCHOOL OF MANAGEMENT

# Osservatorio Minibond

## 7° Report italiano sui Minibond

---

febbraio 2021



---

# Indice

	pagina
Introduzione	5
<i>Executive summary</i>	7
1. <i>Minibond</i> : definizioni e contesto	11
□ Definizioni metodologiche	11
□ Il contesto del mercato del capitale per le PMI nell'era Covid-19	12
□ L'evoluzione della normativa nel 2020: PIR 'alternativi' e <i>minibond in crowd</i>	18
□ Il segmento obbligazionario ExtraMOT PRO <sup>3</sup> di Borsa Italiana	19
□ I <i>minibond</i> in Europa nel 2020	24
2. Le imprese emittenti	27
□ Il campione aggiornato fino al 2020: statistiche descrittive	27
□ I costi del collocamento	31
□ Le motivazioni del collocamento	33
□ L'analisi dei bilanci	34
3. Le emissioni	39
□ La tassonomia dei <i>minibond</i>	39
□ Le emissioni fino al 2020: statistiche descrittive	40
□ Scadenza e remunerazione offerta	43
□ Il <i>rating</i>	47
□ Opzioni, <i>covenant</i> e garanzie	49
4. Gli attori della filiera	53
□ I consulenti finanziari: gli <i>advisor</i>	53
□ I consulenti legali	54
□ Gli <i>arranger</i>	54
□ Le società di <i>rating</i>	55
□ Gli investitori	55
□ Le banche agenti e le banche depositarie	56
□ Portali dedicati ai <i>minibond</i>	56
□ I fondi di <i>private debt</i> attivi sui <i>minibond</i>	58
5. Le prospettive future	63
Appendice. Elenco delle emissioni di <i>minibond</i> nel 2020	65
La School of Management	69
Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca	71

**FIGURE**

Figura 1.1	Evoluzione del debito pubblico a livello mondiale, in rapporto rispetto al PIL	12
Figura 1.2	Produzione industriale in Italia: indice destagionalizzato e media mobile a 3 mesi	13
Figura 1.3	Variatione del fatturato delle imprese italiane fra il 2017 e il 2020, per dimensione di azienda	13
Figura 1.4	Percentuale delle imprese italiane in perdita: confronto fra 2017, 2018, 2019 e 2020 (stima) per dimensione aziendale	14
Figura 1.5	Rapporto fra debiti finanziari e margine operativo lordo per dimensione d'impresa: evoluzione temporale in Italia	14
Figura 1.6	Mancati incassi sulle fatture emesse dalle PMI	15
Figura 1.7	Il credito bancario a favore delle imprese italiane non finanziarie: variazione dello <i>stock</i> disponibile dal 2012 al 2020, per attività	16
Figura 1.8	Emissioni obbligazionarie (lorde e al netto dei rimborsi) di imprese italiane non finanziarie dal 2014 al 2020 (dati in € miliardi)	16
Figura 1.9	Il posizionamento di ExtraMOT PRO <sup>3</sup> rispetto ai mercati obbligazionari gestiti da Borsa Italiana	21
Figura 2.1	Segmentazione delle emittenti di <i>minibond</i> sotto € 50 milioni per tipologia di impresa: evoluzione dal 2018 al 2020	27
Figura 2.2	Segmentazione delle imprese emittenti dal 2012 al 2020 per classe di fatturato consolidato	28
Figura 2.3	Segmentazione delle imprese emittenti per classe di fatturato consolidato: evoluzione dal 2018 al 2020	28
Figura 2.4	Confronto fra emittenti di <i>minibond</i> sotto € 50 milioni con capitale azionario quotato e non, per classe di fatturato	29
Figura 2.5	Segmentazione delle imprese emittenti dal 2012 al 2020 per tipologia di attività, secondo la classificazione ATECO	29
Figura 2.6	Segmentazione delle imprese emittenti per settore di attività: evoluzione dal 2018 al 2020	30
Figura 2.7	Segmentazione delle emittenti fra PMI e grandi imprese, per settore di attività	30
Figura 2.8	Segmentazione delle emittenti di <i>minibond</i> per localizzazione geografica	31
Figura 2.9	Localizzazione geografica delle imprese emittenti: evoluzione dal 2018 al 2020	31
Figura 2.10	Finalità dichiarate dell'emissione di <i>minibond</i> fino a € 50 milioni	34

	pagina	
Figura 3.1	Flusso temporale delle emissioni di <i>minibond</i> dal 2012 al 2020 (emissioni sotto € 50 milioni)	40
Figura 3.2	Flusso temporale del controvalore di emissioni di <i>minibond</i> fino al 31 dicembre 2020. Dati in € milioni	40
Figura 3.3	Valore nominale medio delle emissioni di <i>minibond</i> in ogni semestre (dati in € milioni)	41
Figura 3.4	Flusso temporale delle emissioni di <i>minibond</i> sotto € 50 milioni rispetto alla dimensione dell'impresa emittente (PMI o grande impresa)	41
Figura 3.5	Distribuzione del controvalore nominale delle singole emissioni. Confronto fra il campione complessivo di 1.005 emissioni di <i>minibond</i> sotto € 50 milioni e il campione del 2020 (194 emissioni)	42
Figura 3.6	Quotazione dei <i>minibond</i> su un mercato borsistico. Confronto fra il campione complessivo di 1.005 emissioni di <i>minibond</i> e il campione del 2020 (194 emissioni)	42
Figura 3.7	Distribuzione complessiva della scadenza del titolo	43
Figura 3.8	Distribuzione della scadenza dei <i>minibond</i> : confronto fra 2019 e 2020	44
Figura 3.9	Distribuzione della scadenza dei <i>minibond</i> : differenza fra PMI e grandi imprese	44
Figura 3.10	Controvalore totale delle emissioni di <i>minibond</i> del campione in scadenza nei prossimi anni. Valori in € milioni	45
Figura 3.11	Distribuzione della cedola C dei <i>minibond</i> sotto € 50 milioni	46
Figura 3.12	La cedola C dei <i>minibond</i> : confronto fra 2019 e 2020	46
Figura 3.13	Distribuzione della cedola dei <i>minibond</i> : distinzione fra PMI e grandi imprese	47
Figura 3.14	Valore medio della cedola distribuita dai <i>minibond</i> : confronto fra PMI e grandi imprese per diverse scadenze	47
Figura 3.15	Presenza del <i>rating</i> sui <i>minibond</i> sotto € 50 milioni. Confronto fra il campione complessivo di 1.005 emissioni e il campione del 2020 (194 emissioni)	48
Figura 3.16	Presenza di opzioni <i>call</i> e/o <i>put</i> . Confronto fra il campione complessivo di 1.005 emissioni di <i>minibond</i> sotto € 50 milioni e il campione del 2020 (194 emissioni)	49
Figura 3.17	Presenza di garanzie relative al rimborso. Confronto fra il 2019 (205 emissioni) e il 2020 (194 emissioni)	50
Figura 3.18	Presenza di <i>covenant</i> finanziari da rispettare. Confronto fra il campione complessivo di 1.005 emissioni di <i>minibond</i> e il campione del 2020 (194 emissioni)	52
Figura 4.1	Gli <i>arranger</i> più attivi sul mercato dei <i>minibond</i> nel 2020	54
Figura 4.2	La 'mappa' degli investitori nei <i>minibond</i> nel 2020. Copertura del campione: 82%	56

**TABELLE**

Tabella 1.1	I <i>minibond</i> collocati dai portali autorizzati di <i>equity crowdfunding</i> fino al 31/12/2020	18
Tabella 1.2	Riassunto delle principali innovazioni legislative introdotte sui <i>minibond</i> dal 2012 ad oggi	19
Tabella 2.1	Indici di bilancio prima e dopo l'emissione di <i>minibond</i> (l'anno 0 è quello del collocamento). Valori medi (fra parentesi i valori mediani)	35
Tabella 2.2	<i>Compounded annual growth rate</i> (CAGR) dei ricavi consolidati prima dell'emissione	36
Tabella 3.1	Una proposta di tassonomia dei <i>minibond</i>	39
Tabella 3.2	Statistiche sulle modalità di rimborso del capitale	45
Tabella 3.3	Statistiche sull'attribuzione del <i>rating</i>	48
Tabella 3.4	Statistiche sull'esistenza di opzioni <i>call</i> e <i>put</i>	50
Tabella 4.1	Gli investimenti dei fondi italiani (o con stabile organizzazione in Italia) di <i>private debt</i> effettuati nel 2020 nei <i>minibond</i>	59

**BOX**

Box 1.1	I provvedimenti statali per supportare le PMI durante la pandemia	17
Box 1.2	La Sustainable Finance Partnership di Borsa Italiana	23
Box 2.1	I <i>minibond</i> fanno il 'pieno' in Campania e Puglia...	32
Box 2.2	... ma le altre regioni non stanno a guardare!	33
Box 2.3	Aggiornamento sui casi di ristrutturazione e ridiscussione dei prestiti	36
Box 2.4	Casi di studio di emittenti di <i>minibond</i> nel 2020	37
Box 3.1	Il Fondo di Garanzia e Garanzia Italia di SACE: i numeri sui <i>minibond</i>	51
Box 4.1	Tutti pazzi per i <i>basket bond</i>	57
Box 4.2	AIFI e il mercato del <i>private debt</i>	58
Box 4.3	PIR 'alternativi' ed ELTIF	60

---

# Introduzione

Esattamente un anno fa l'Italia, da lì a breve seguita da tutti gli altri Paesi europei, entrava in un *lockdown* per cercare di arrestare una pandemia che, oltre a causare migliaia di decessi, ha generato danni all'economia mai visti negli ultimi decenni. Interi comparti produttivi, fra cui alcuni vitali per l'Italia come il turismo, hanno visto da un giorno all'altro azzerarsi i propri introiti, pur dovendo far fronte ai costi fissi e ad altri oneri. Numerosi sono stati i provvedimenti che hanno cercato di 'tamponare' la situazione attraverso trasferimenti statali, moratorie dei prestiti, garanzie pubbliche, in gran parte ancora in vigore.

Come sta reagendo l'industria dei *minibond* in questa situazione inedita? Quest'anno proviamo a dare una risposta analizzando i dati raccolti sul mercato nel 2020 e osservando come si sono modificati i comportamenti delle imprese e degli investitori.

Apparentemente l'ecosistema sembra avere retto: il numero delle emissioni è leggermente sceso (ma più che altro nel primo semestre 2020), il flusso della raccolta è il più basso degli ultimi 4 anni (ma non di molto). Grazie a progetti mirati come i *basket bond* regionali, è rimasto significativo il numero delle 'nuove' PMI emittenti che, proprio nell'*annus horribilis*, si sono affacciate per la prima volta sul mercato del capitale. Dominante è stato, e probabilmente sarà anche per il 2021, il tema delle garanzie pubbliche.

Nelle prossime settimane le aziende italiane saranno alle prese con la chiusura dei bilanci 2020 e progressivamente le azioni temporanee di sostegno al sistema termineranno. Quello sarà il momento per verificare se lo *stock* di debito raccolto attraverso i *minibond* reggerà all'urto e - più in generale - se il sistema delle PMI sarà in grado di passare alla controffensiva e spingere il Paese verso la ripresa.

Nelle prossime pagine andremo a descrivere come ogni anno il contesto, le emittenti, le emissioni e tutti gli attori della filiera. Il nostro desiderio è che questo serva per meglio comprendere non solo il fenomeno dei *minibond* ma anche le potenzialità del sistema produttivo della media e piccola azienda italiana, se adeguatamente supportata dal mercato del capitale. La ripresa non può che partire da qui e ora più che mai la finanza potrà dare un grande sostegno all'economia reale, anche con l'aiuto della massa di liquidità oggi parcheggiata nelle banche.

Ringraziamo tutti i *partner* che ci sostengono nella ricerca, nonché chiunque abbia contribuito a segnalare informazioni utili o fornire suggerimenti. Infine, rivolgiamo un particolare ringraziamento come ogni anno al Servizio Rilevazioni ed Elaborazioni Statistiche di Banca d'Italia.

Buona lettura!

febbraio 2021

---



---

# Executive summary

## Minibond: definizioni e contesto

Il nostro Osservatorio definisce i *minibond* come titoli di debito (obbligazioni e cambiali finanziarie) emessi da società italiane non finanziarie, quotate o non quotate in Borsa, in virtù delle innovazioni normative introdotte dal 2012 in avanti.

In particolare ci riferiamo a emissioni da parte di società di capitale o cooperative aventi operatività propria (escludendo banche, assicurazioni e società finanziarie) di importo inferiore a € 50 milioni, non quotate su listini aperti agli investitori retail.

I *minibond* rappresentano una forma di finanziamento alternativa e complementare al credito bancario per diversificare le fonti e accedere al mercato competitivo degli investitori professionali, in preparazione (come se fosse un ‘allenamento’) a successive operazioni più complesse come possono essere il *private equity* o la quotazione in Borsa.

Nel 2020, l'anno della pandemia, l'industria dei *minibond* ha tenuto le posizioni con un lieve calo del numero di emissioni e della raccolta sul mercato rispetto all'anno record del 2019. Ciò è avvenuto anche grazie agli interventi emergenziali attuati dallo Stato, che si sono concretizzati in un programma di garanzie pubbliche che ha interessato anche il mondo dei *minibond*, attraverso il Fondo di Garanzia e la Garanzia Italia di SACE.

Inoltre nel 2020 è diventata operativa la possibilità per i portali autorizzati di *equity crowdfunding* di collocare *minibond* di SpA a particolari categorie di investitori, a fine 2020 attuata da 3 portali che hanno raccolto € 14,7 milioni.

Il nuovo segmento **ExtraMOT PRO<sup>3</sup>**, gestito da Borsa Italiana e pensato specificamente per la quotazione sul mercato obbligazionario non regolamentato dei titoli

sotto € 50 milioni, è arrivato a fine anno a contare 149 titoli emessi da 106 imprese per un valore nominale complessivo di oltre € 4,3 miliardi.

Non solo in Italia, ma anche in altri Paesi europei sono presenti listini qualificati come *SME Growth Markets* e dedicati ai titoli di debito di imprese delle piccole e medie aziende.

## Le imprese emittenti

La ricerca, considerando i parametri prima introdotti, ha identificato 671 imprese italiane che alla data del 31 dicembre 2020 avevano collocato *minibond*; di queste, 409 (il 61,0%) sono PMI in base alla definizione UE. Nel 2020 le emittenti sono state 176 (di cui ben 131 si sono affacciate sul mercato per la prima volta), in lieve calo rispetto al 2019.

Le emittenti del 2020 sono per il 61,3% SpA, per il 36,4% Srl (tipologia in forte aumento) e per il 2,3% società cooperative.

Il volume dei ricavi delle imprese emittenti è sempre molto variabile: ben 56 emittenti (31,8%) fatturavano meno di € 10 milioni prima del collocamento.

Per quanto riguarda il settore di attività, il comparto manifatturiero è in testa (36,4% del campione 2020) ma salgono il commercio e le attività professionali (entrambi al 10,8%) e le costruzioni (9,7%).

La collocazione geografica ci regala una sorpresa; nel 2020 la Campania è in testa per numero di emittenti (43) e supera Lombardia (36) e Veneto (29). Il risultato è legato al progetto Garanzia Campania Bond, *basket bond* promosso dalla finanziaria regionale, da CDP, Mediocredito Centrale-Banca del Mezzogiorno e Banca Finint.

Abbiamo poi visto altre operazioni di sistema simili, come i *basket bond* Puglia e Viveracqua Hydrobond 2020.

Rispetto alle **motivazioni del collocamento**, si conferma come dominante l'obiettivo di finanziare la **crescita interna** dell'azienda (nel 60,5% dei casi dell'intero campione). Al secondo posto troviamo l'obiettivo di **rifinanziare le passività finanziarie** (10,4%). Seguono il bisogno di alimentare il **ciclo di cassa del capitale circolante** (soprattutto per le PMI) e le strategie di **crescita esterna tramite acquisizioni** (soprattutto per le grandi imprese).

L'analisi dei **bilanci consolidati** focalizzata su 410 PMI emittenti mostra **situazioni abbastanza diversificate** rispetto alla marginalità operativa all'emissione (con 51 imprese con EBITDA negativo al momento del collocamento, 12 nel 2019). La **redditività appare contenuta ma in leggero miglioramento** appena prima del collocamento del *minibond*. In media si riscontra un **buon aumento del fatturato** già prima dell'emissione. Per circa un quarto delle imprese non si registrano però variazioni significative.

Si conferma che **non vi è riscontro di un rapporto di causa-effetto fra emissione del *minibond* e crescita successiva del volume d'affari**. Piuttosto, emerge che per un buon numero di PMI il *minibond* rappresenti una **tappa in un percorso di crescita che inizia ben prima e che prevede una serie di altre tappe importanti**, già predefinite. Sono numerose inoltre le piccole aziende che, pur avendo accesso al credito bancario, **vogliono sperimentare i *minibond* per acquisire competenze nuove rispetto al mercato del capitale e ottenere un effetto di 'certificazione' e di 'legittimazione'**.

## Le emissioni

Il *database* dell'Osservatorio è arrivato a collezionare **1.005 emissioni di *minibond*** effettuate dalle imprese del campione a partire da novembre 2012 (in alcuni casi le imprese hanno condotto più emissioni). Il **valore nominale totale dei *minibond* nel campione supera € 7,07 miliardi** (€ 2,53 miliardi considerando solo le emissioni fatte da PMI).

Il 2020 ha contribuito con € 920 milioni da 194 emissioni (l'anno scorso erano state 205): il volume totale di raccolta è il **più basso dal 2016** (ma non di tanto) perché si è **ulteriormente ridotto il valore medio**

delle emissioni (nuovo **minimo storico € 4,59 milioni** nel secondo semestre 2020). La **raccolta per le sole PMI è infatti ai massimi degli ultimi 3 anni**; sono mancate soprattutto le emissioni sopra € 20 milioni. Nel campione totale, il **65% delle emissioni è sotto la soglia di € 5 milioni** e nel 2020 la **percentuale sale quasi al 76%**.

Fra tutti i *minibond*, **meno della metà (il 41%) sono stati quotati su un mercato borsistico**; nel 2020 tale percentuale è scesa al **minimo storico del 16%** (l'11% su ExtraMOT PRO<sup>3</sup> e il 5% su un listino estero).

Per quanto riguarda la **scadenza**, la distribuzione continua ad essere molto variegata, con una serie di titoli *short term* con *maturity* a pochi mesi ed emissioni a più lunga scadenza. Il **valore medio del 2020 è 6,34 anni** (in aumento rispetto al 2019).

Il **61,0% dei titoli prevede il rimborso del titolo a rate successive (*amortizing*)**. Nelle emissioni a breve scadenza è relativamente più frequente la **modalità *bullet***, con un **rimborso integrale alla scadenza**.

Sulla base dei dati raccolti, viene elaborata anche una **proiezione dei flussi di capitale in scadenza** nei prossimi anni, e quindi da rifinanziare. Nel 2020 sono in scadenza *minibond* sotto € 50 milioni per € 356 milioni mentre nel 2021 l'ammontare dovuto è pari a € 379 milioni. Lo *stress test* legato alla pandemia Covid-19 potrebbe quindi avere effetti sul rifinanziamento.

Per quanto riguarda la **cedola**, nella maggioranza dei casi è **fissa** ma nel 15,6% dei casi è **indicizzata**. Il **valore medio della cedola fissa per l'intero campione è pari a 4,48%**, quello mediano è il 4,40%. Nel 2020 continua a **scendere la remunerazione** (la media è **3,61% rispetto a 4,34%** dell'anno prima) anche grazie a numerose emissioni che prevedono garanzie pubbliche.

I *minibond* italiani sono associati a un **rating emesso da agenzie autorizzate nel 23% dei casi**. Il ricorso al **rating è rimasto contenuto nel 2020** (solo il 14% delle emissioni l'ha ottenuto, stessa percentuale del 2019). La **presenza di opzioni *call* e *put*** rispetto al rimborso del capitale è frequente nei *minibond*; nel 2020 sono aumentati quelli che **presentano la sola opzione *call*** di rimborso anticipato a discrezione dell'emittente.

È molto interessante vedere cosa è successo rispetto alle **garanzie** sul rimborso del ca-

pitale, che possono dare maggiore sicurezza agli investitori. Nelle emissioni del 2020 si conferma l'aumento significativo nelle adozioni della garanzia, da parte di 112 emissioni (il 58%). La più diffusa è quella rilasciata dalle Regioni (soprattutto attraverso i *basket bond* in Campania e Puglia) con il 26% dei casi, seguita da quella eleggibile per il Fondo di Garanzia (21%) che però è rilasciata all'investitore. Nel 7% dei casi la garanzia era offerta autonomamente dall'emittente, attraverso un pegno o fideiussione. Appare quindi che nel 2020 ci sia stata soprattutto una 'sostituzione' delle garanzie private con quelle pubbliche. L'impegno a rispettare determinati *covenant* in funzione di *ratio* patrimoniali-reddituali-finanziari è pure aumentato e nel 2020 riguarda il 63% dei casi.

### Gli attori della filiera

Come di consueto la ricerca passa poi a identificare la situazione della catena del valore che ha caratterizzato il mercato dei *minibond* nel 2020.

L'*advisor* è un consulente destinato ad affiancare l'impresa nella decisione strategica iniziale, nell'analisi del *business plan*, dell'*information memorandum* e nella definizione di tempi e modalità dell'emissione. I consulenti legali si occupano di verificare gli aspetti formali e di *compliance* rispetto ai contratti e ai regolamenti o prospetti del prestito.

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

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

Importante anche il ruolo delle banche

agenti e delle banche depositarie, che assistono le emittenti nei processi amministrativi correlati alla dematerializzazione dei titoli e alla gestione dei pagamenti.

Il Report identifica per ognuno di questi ruoli i principali *player* esistenti sul mercato italiano.

Per quanto riguarda gli investitori che hanno sottoscritto i *minibond*, il 2020 ha visto il ruolo importante delle banche italiane (hanno sottoscritto il 41% dei volumi) seguite dai fondi di *private debt* (20%) che in parte hanno deviato sulle operazioni di *direct lending*. Fondi e banche estere contribuiscono con il 15%; importante anche il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti (12%).

### Le prospettive future

In sintesi, ci sembra di poter dire che il mercato dei *minibond* nel 2020 abbia resistito alla pandemia; le garanzie pubbliche a nostro avviso sono state utili ma non determinanti; molto più rilevante è stato l'effetto di risorse messe a disposizione da soggetti quali la Cassa Depositi e Prestiti e il Fondo Europeo per gli Investimenti che hanno dato carburante alle sottoscrizioni. Pure importante è stato il ruolo delle banche attraverso i *minibond 'captive'* originati e sottoscritti internamente.

I temi che nel 2021 meritano attenzione sono essenzialmente tre: (1) monitorare la qualità dei debiti su *minibond* sulla base dei dati di bilancio del 2020, per evitare un effetto 'domino' sul mercato; (2) approfittare della nuova normativa su PIR 'alternativi' ed ELTIF per estendere il mercato dei *minibond* al risparmio gestito; (3) valorizzare le emissioni orientate alle tematiche *green e social*, che possono tranquillamente riguardare anche le PMI e non solo le grandi imprese.



---

# 1. *Minibond*: definizioni e contesto

## Definizioni metodologiche

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

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

Il perimetro di analisi della nostra ricerca considera collocamenti di obbligazioni e cambiali finanziarie che soddisfano tutti i seguenti requisiti:

1. l'emittente è una società di capitali o cooperativa a responsabilità limitata residente in Italia, o comunque facente parte di un gruppo con attività concentrata in Italia, che non si trova in liquidazione o sotto altre procedure concorsuali;
2. l'emittente non è una società bancaria o assicurativa, una SIM o una SGR, un intermediario finanziario (art. 106 TUB), una società finanziaria (codice K nella classificazione ATECO) e comunque non fa parte di un gruppo bancario soggetto alla vigilanza di Banca d'Italia;
3. l'emittente non è un veicolo costituito *ad hoc* con l'unico obiettivo di finanziare un'acquisizione o una cartolarizzazione o un'altra operazione finanziaria;
4. l'emissione è caratterizzata da un valore inferiore a € 50 milioni (considerato cumulato per emissioni diverse che avvengono nello stesso periodo ravvicinato) e non è offerta in opzione prioritariamente ai soci dell'azienda;
5. il titolo non è quotato su un mercato borsistico regolamentato, aperto a investitori *retail*.

I limiti prima enunciati non considerano variabili dimensionali dell'impresa emittente quali fatturato o totale dell'attivo. Poiché questa ricerca intende però focalizzare l'attenzione sul ruolo dei *minibond* quali strumenti di finanziamento alternativi al credito bancario per le piccole e medie imprese, come di consueto andremo a differenziare tutte le statistiche distinguendo fra PMI secondo la definizione UE e altre imprese.

L'attenzione sul mercato dei *minibond* in Italia è sorta in un contesto del tutto particolare riferito agli effetti nefasti della crisi finanziaria partita nel 2008 e alla riduzione dell'offerta di credito dalle banche soprattutto nei confronti delle PMI, fenomeni che di recente si sono attenuati soprattutto grazie alle politiche monetarie espansive della Banca Centrale Europea e alle garanzie pubbliche. Ciononostante, come si evidenzia nelle prossime pagine, è ben noto che le PMI sono più razionate nell'accesso al denaro rispetto alle grandi imprese.

## Il contesto del mercato del capitale per le PMI nell'era Covid-19

Secondo le ultime stime dell'ISTAT, il prodotto interno lordo in Italia è crollato dell'8,9% nel 2020, con una tendenza negativa (-2,0%) nell'ultimo trimestre dell'anno rispetto a quello precedente (-6,6% in termini tendenziali). Dopo il robusto recupero del terzo trimestre (+16,0%), è stata quindi registrata una contrazione nel quarto a causa degli effetti economici delle nuove misure adottate per il contenimento dell'emergenza sanitaria. Il dato è fra i peggiori all'interno dell'Unione Europea, dove la contrazione su base annua è stata del 6,4%.

I mercati finanziari hanno registrato un netto calo nella prima parte dell'anno, per poi generare un recupero che comunque lascia sul terreno nel corso del 2020 il 5,4% per l'indice FTSE Mib. La stessa sorte ha caratterizzato gli altri indici del listino (FTSE Italia Mid Cap -5,8%, FTSE Italia Small Cap -4,6%, FTSE AIM Italia -6,5%).

I tassi sul mercato obbligazionario dell'Euro si sono mantenuti stabilmente sotto zero per i *rating* più pregiati fino alle scadenze ventennali. Lo *spread* dei titoli di Stato decennali italiani era pari a 160 punti base a inizio 2020, ha raggiunto temporaneamente un picco di 300 punti base il 18 marzo e ha chiuso l'anno a 111.

### La situazione congiunturale

Secondo la Banca Mondiale<sup>1</sup>, nel 2020 l'economia globale è stata colpita duramente dalla pandemia Covid-19, come non si vedeva dalla seconda guerra mondiale. Il prodotto lordo mondiale è sceso del 4,3% (-7,4% nell'area Euro, -3,6% negli USA) ed è aumentato in pochissime aree del globo, come ad esempio la Cina (+2,0%) che aveva già scontato un impatto significativo nel 2019. Il volume del commercio mondiale è sceso in un anno del 9,5% mentre i flussi turistici si sono praticamente azzerati in aprile e maggio per poi recuperare parzialmente in estate, ma comunque su livelli inferiori dell'85% rispetto al 2019. Le previsioni per il 2021 indicano un parziale recupero del prodotto lordo (+4,0%), più sostenuto nei Paesi emergenti.

L'emergenza sanitaria ha costretto gli Stati a uno sforzo inedito nella spesa pubblica, anche per sostenere le attività economiche. L'effetto è stato un balzo nel debito pubblico (+15,6% rispetto al PIL mondiale) come non si vedeva dagli anni Ottanta. Da quanto evidenzia la Figura 1.1, a livello globale lo *stock* di debito pubblico è passato dall'83,0% al 98,6% del PIL mondiale. Nelle economie avanzate il balzo è stato addirittura del 19,9% (da 104,3% a 124,2%). A questi dati si somma poi lo *stock* di debito contratto da individui e imprese.

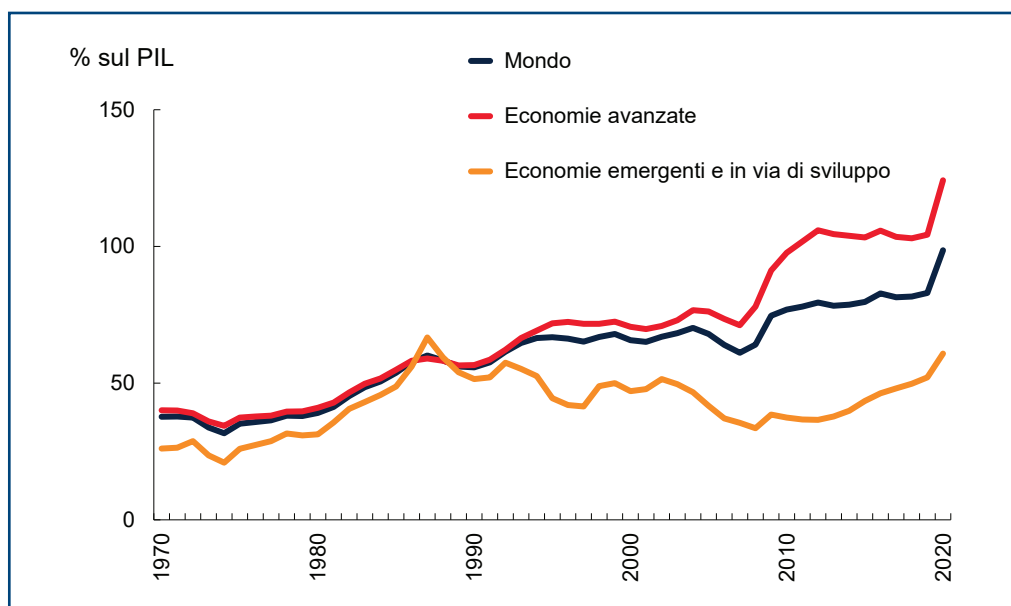
In Italia, secondo le prime stime<sup>2</sup>, il debito pubblico a fine 2020 ha raggiunto l'ennesimo *record* storico superando € 2.580 miliardi, pari al 157,5% del PIL.

<sup>1</sup> Fonte: Global Economic Prospects, gennaio 2021

<sup>2</sup> Fonte: Banca d'Italia

**Figura 1.1**

Evoluzione del debito pubblico a livello mondiale, in rapporto rispetto al PIL.  
Fonte: Fondo Monetario Internazionale, Banca Mondiale





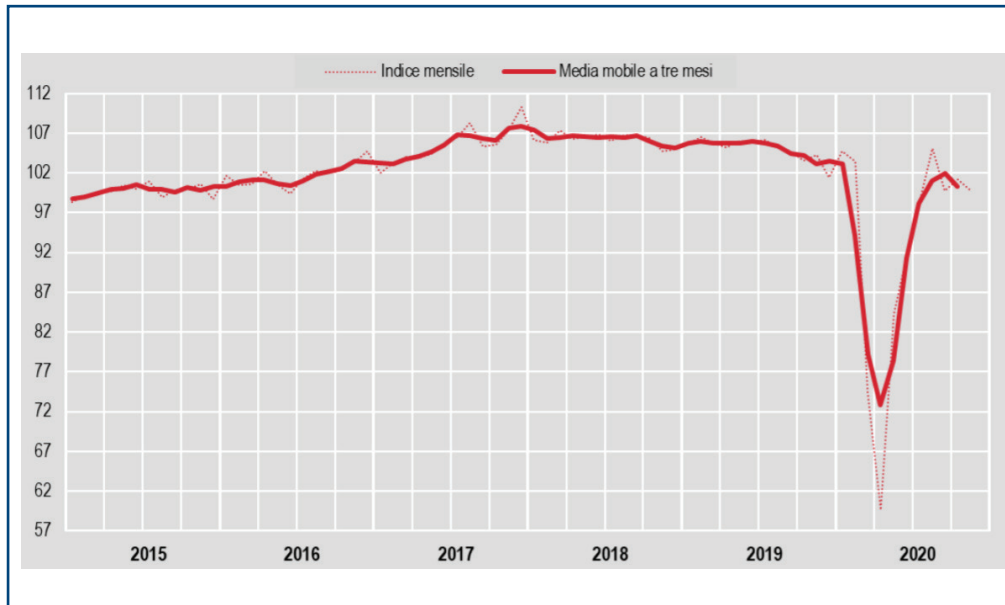


Figura 1.2

Produzione industriale in Italia: indice destagionalizzato e media mobile a 3 mesi.

Fonte: ISTAT

Focalizzandoci sull'attività economica delle imprese, i dati ISTAT del 2020 sulla produzione industriale nazionale (si veda la Figura 1.2) evidenziano l'effetto drastico dello *shutdown* e la successiva ripresa. A livello tendenziale, i settori di attività economica che registrano i maggiori incrementi sono la fabbricazione di apparecchiature elettriche (+5,9%), la fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche (+2,9%) e la fabbricazione di mezzi di trasporto (+2,3%). Le flessioni più ampie si registrano nelle industrie tessili, abbigliamento, pelli e accessori (-26,7%), nella fabbricazione di *coke* e prodotti petroliferi raffinati (-18,3%) e nella fabbricazione di prodotti farmaceutici di base e preparati (-8,2%).

Tiene invece il saldo della bilancia commerciale, con le esportazioni che aumentano più delle importazioni, sia verso l'Unione Europea sia verso il resto del mondo. Tra i settori che contribuiscono maggiormente all'aumento tendenziale dell'*export* si segnalano metalli di base e prodotti in metallo, esclusi macchine e impianti (+15,3%), autoveicoli (+26,9%). I paesi che contribuiscono in misura più ampia alla buona *performance* sono Germania (+8,6%), Cina (+34,9%), Svizzera (+12,8%). In diminuzione si segnalano le vendite verso paesi OPEC (-20,9%) e Giappone (-13,3%).

L'anno scorso i bilanci aziendali del 2019 sono stati depositati molto tardi rispetto ai termini consueti (il D.L. 18/2020 ha concesso sei mesi di tempo per l'organizzazione delle assemblee dei soci per l'approvazione); l'effetto della pandemia sarà però visibile nei

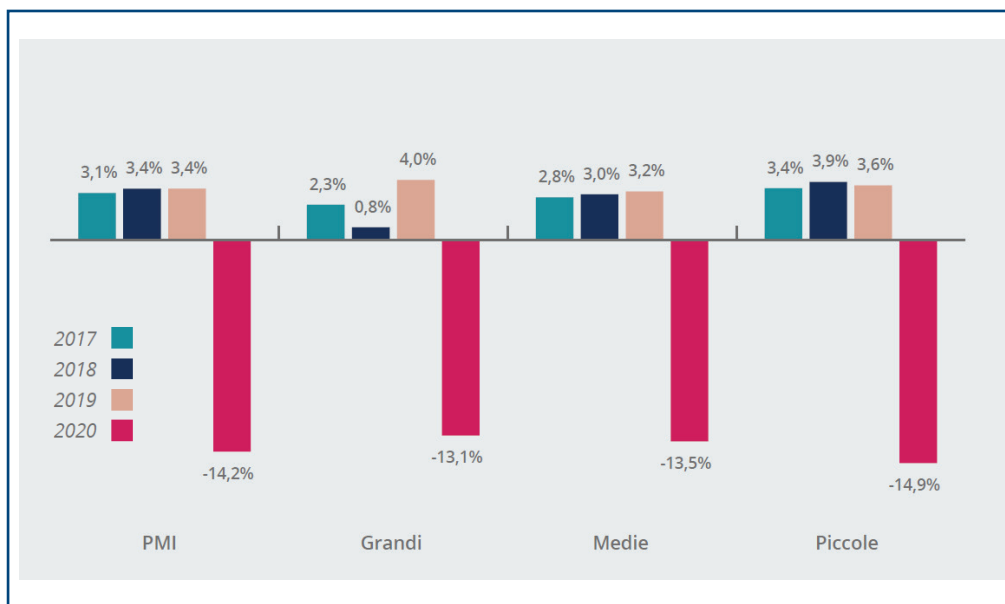


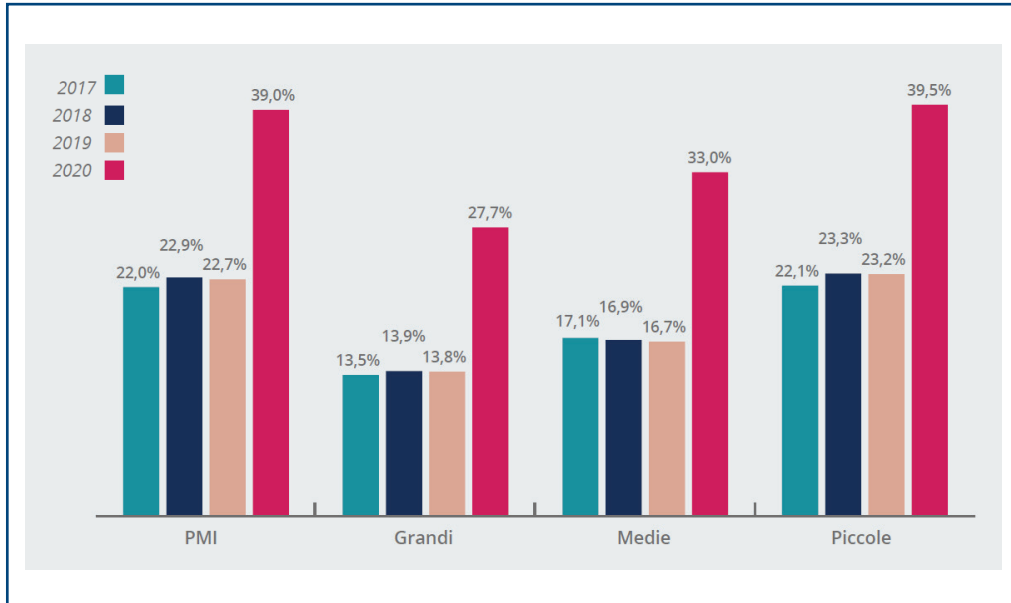
Figura 1.3

Variazione del fatturato delle imprese italiane fra il 2017 e il 2020, per dimensione di azienda. Fonte: Rapporto Cerved PMI 2020

n.b. il dato per il 2020 è una stima

**Figura 1.4**

Percentuale delle imprese italiane in perdita: confronto fra 2017, 2018, 2019 e 2020 (stima) per dimensione aziendale.  
Fonte: Rapporto Cerved PMI 2020



<sup>3</sup> Fonte: Rapporto Cerved PMI 2020

bilanci del 2020, per i quali sono state fatte delle stime<sup>3</sup> al fine di prevedere l’impatto sul volume d’affari. La Figura 1.3 evidenzia un drastico calo del 13,1% per le grandi imprese e del 14,2% per le PMI, leggermente più marcato per le piccole aziende.

Come è facile pensare, si stima un crollo per taluni settori (agenzie viaggio e *tour operator* -51,3%, trasporti aerei -50,8%, alberghi -47,1%, trasporti pubblici -44,2%, organizzazione fiere e convegni -40,0%) e per contro altri hanno verosimilmente beneficiato dello *shutdown* (commercio online +23,8%, tessuti e tessili tecnici e industriali +11,3%, materie prime farmaceutiche +7,9%).

Nel 2019 era proseguita la ripresa dei margini lordi, con le PMI che li hanno accresciuti dell’1,4%, circa un terzo rispetto alle società di dimensioni maggiori (+4,3%).

Nonostante il forte calo del costo del lavoro legato alla cassa integrazione, i margini dovrebbero avere subito invece una forte contrazione nel 2020, con le PMI che evidenziano un calo stimato del 19%, a fronte delle grandi imprese che perdono ‘solo’ il 14,8%. La Figura 1.4 evidenzia che, secondo le stime di Cerved, il 39,0% delle PMI chiuderà i conti del 2020 con una perdita, contro il 22,7% del 2019.

Anche dal lato degli investimenti la pandemia ha interrotto il processo di lento ma progressivo ritorno verso i valori pre-2008, che era durato fino al 2019, quando il rapporto fra il flusso di investimenti materiali e lo *stock* di immobilizzazioni si era assestato al 7,5%. Nel 2020 l’indice stimato è in calo di 0,7%, passando dal 7,5% al 6,8%.

**Figura 1.5**

Rapporto fra debiti finanziari e margine operativo lordo per dimensione d’impresa: evoluzione temporale in Italia.  
Fonte: Rapporto Cerved PMI 2020

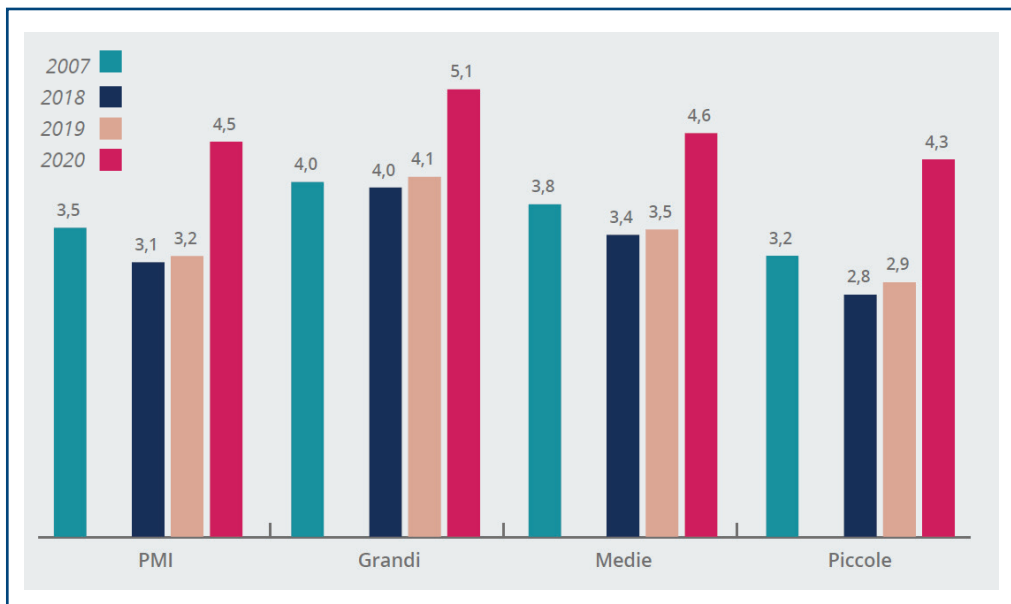






Figura 1.6

Mancati incassi sulle fatture emesse dalle PMI.  
Fonte: Rapporto Cerved PMI 2020

I dati di Cerved evidenziano una contrazione senza precedenti nel numero di nuove imprese iscritte (-26% nel primo semestre 2020), ascrivibile al peggioramento della congiuntura economica e alla sfiducia degli imprenditori, che hanno indotto un rinvio di iniziative imprenditoriali.

### L'indebitamento delle PMI e la disponibilità di credito: gli effetti della pandemia

La Figura 1.5 ci mostra che già nel 2019 il livello dei debiti finanziari delle PMI risultava leggermente in crescita rispetto ai margini operativi (da 3,1 a 3,2 volte). Il crollo dei margini e l'aumento dell'indebitamento del 2020 secondo le stime di Cerved dovrebbero causare un balzo per questo rapporto (a 4,5 volte).

È evidente che questo contesto rappresenta un significativo *stress test* per le PMI, chiamate da una parte a gestire il calo dei margini e la conseguente crisi di liquidità e dall'altra ad assicurare la solvibilità del debito esistente. Rispetto al primo punto, è indicativo che secondo i dati di Cerved la quota di fatture inevase negli attivi sia progressivamente cresciuta per le piccole aziende dal 28,6% di gennaio 2020 a un massimo del 46,6% a maggio, per poi scendere a giugno e luglio (37,6%), rimanendo tuttavia a livelli ben superiori rispetto a quelli pre-Covid come evidenzia la Figura 1.6.

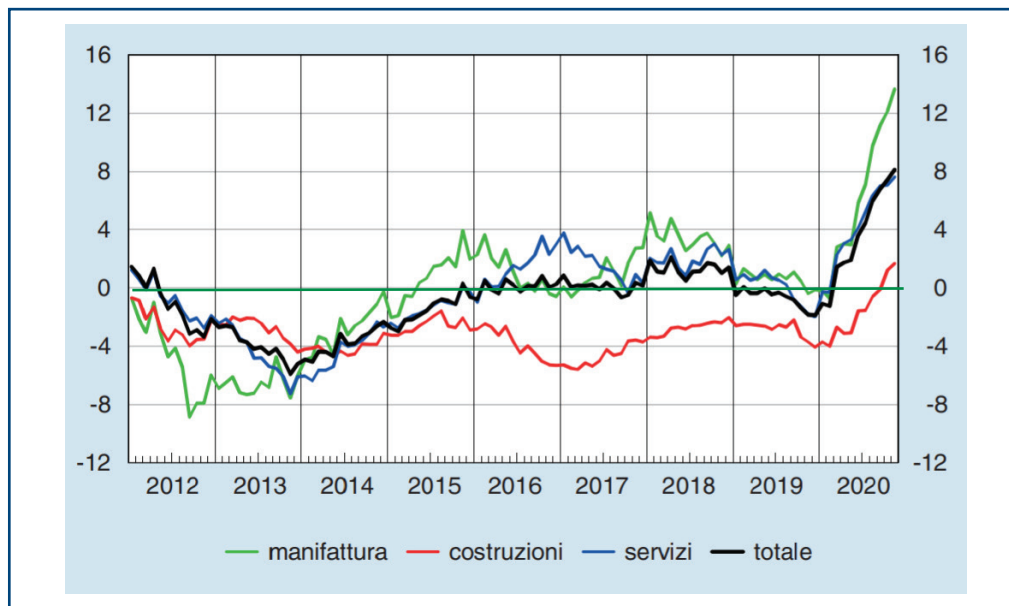
Per supportare le PMI, lo Stato ha preso una serie di provvedimenti con l'obiettivo di arginare la crisi di liquidità e favorire l'accesso al credito. Gli interventi, che spaziano dalla moratoria sui prestiti fino al potenziamento delle garanzie pubbliche, sono riassunti nel Box 1.1 a pagina 17.

Anche grazie a questi interventi, è interessante vedere dai dati del 2020 come lo *stock* dei prestiti bancari alle imprese non finanziarie (si veda la Figura 1.7) sia tornato a crescere sensibilmente arrivando a sfiorare € 700 miliardi. Negli ultimi 12 mesi censiti, il valore è cresciuto dell'8,1%, con una punta del 13,7% per le imprese manifatturiere. È tornato a crescere anche il flusso verso le imprese del settore delle costruzioni dopo diversi anni. Gli analisti hanno cercato di prevedere quali potessero essere gli impatti dello scenario descritto in termini di deterioramento del rischio di *default*, soprattutto nel momento futuro in cui il supporto pubblico comincerà ad esaurirsi e la moratoria sui prestiti terminerà.

Secondo gli analisti di Cerved, la lunga fase di rafforzamento patrimoniale delle PMI si è interrotta a causa della pandemia e il numero di PMI 'a rischio' potrebbe quasi raddoppiare, passando dall'8,4% al 16,3% del totale. L'intera distribuzione si sposterà verso le classi più rischiose, con il numero di PMI 'sicure' che potrebbe dimezzarsi nel giro di un anno. L'aumento del rischio sarà asimmetrico, concentrandosi sui settori dell'industria, dei servizi e sulle costruzioni, mentre aumenterà in modo solo marginale nell'energia e nelle *utility* e tra le aziende agricole.

**Figura 1.7**

Il credito bancario a favore delle imprese italiane non finanziarie: variazione dello stock disponibile dal 2012 al 2020, per attività. Fonte: Bollettino Economico, Banca d'Italia



Anche secondo l'agenzia di rating *moderfinance* il merito di credito delle PMI italiane peggiorerà sensibilmente; le simulazioni condotte su un campione di 85.000 aziende mostrano un aumento delle società in *default* dallo 0,11% al 4,36% del totale; solo il 15% delle PMI manterrebbe il *rating* invariato mentre il 55% potrebbe migrare verso situazioni di rischio significativo.

Si tratta di elementi significativi che a nostro avviso avranno un impatto non trascurabile sul mercato dei *minibond*.

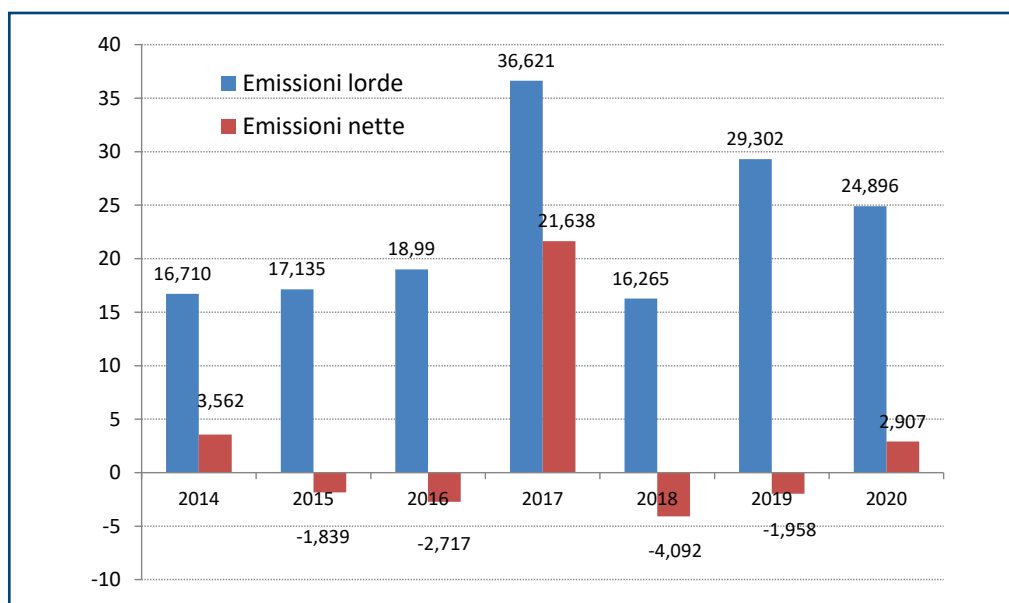
### La raccolta attraverso il mercato obbligazionario

Secondo i dati di Banca d'Italia<sup>4</sup> riportati in Figura 1.8, nel 2020 le emissioni lorde di *bond* da parte di tutte le imprese non finanziarie italiane hanno mantenuto le posizioni sfiorando € 25 miliardi, nonostante i flussi quasi nulli di marzo e aprile. Il valore al netto dei rimborsi è tornato a essere positivo per € 2,9 miliardi. Lo *stock* complessivo finale di titoli *outstanding* era pari a € 139,4 miliardi, in aumento rispetto a un anno fa.

Focalizzando l'attenzione solo sulle PMI, secondo le stime del nostro Osservatorio meglio dettagliate nelle prossime pagine (si veda la Figura 3.2 a pagina 40), negli ultimi 9 anni 671 imprese italiane hanno raccolto attraverso emissioni di *minibond* fino a € 50 milioni poco più di € 7 miliardi; al netto dei rimborsi, il flusso si riduce a € 3,9 miliardi. Fra le emittenti, 409 sono PMI secondo le definizioni UE.

**Figura 1.8**

Emissioni obbligazionarie (lorde e al netto dei rimborsi) di imprese italiane non finanziarie dal 2014 al 2020 (dati in € miliardi). Fonte: Banca d'Italia



I decreti legislativi emergenziali varati nel corso del 2020 a seguito del *lockdown* hanno introdotto novità straordinarie, a tratti rivoluzionarie, riguardanti le forme di finanziamento tradizionale, agevolato ed alternativo al servizio della liquidità delle aziende, nonché una moratoria sul rimborso dei prestiti.

Il Decreto Cura Italia (D.L. 18/2020) ed il Decreto Liquidità (D.L. 23/2020) hanno innalzato da € 2,5 milioni a € 5 milioni l'importo massimo garantito gratuitamente, fino a copertura del 90% del finanziamento stesso, dal Fondo centrale di Garanzia MCC per aziende singole con meno di 500 dipendenti, anche per finanziamenti destinati in quota parte alla rinegoziazione o consolidamento di debito pregresso, purché se ne riduca il costo e/o aumenti la durata ed il credito aggiuntivo sia almeno pari al 25%. Il Decreto Agosto (D.L. 104/2020) ha esteso la platea dei beneficiari alle imprese in procedura di concordato con continuità aziendale o con accordi di ristrutturazione del debito. La Legge di Bilancio 2021 ha poi esteso l'operatività dell'intervento fino al 30/6/2021, rifinanziandolo per € 4,5 miliardi fino al 2026. È stata poi prolungata da 10 a 15 anni la durata dei finanziamenti fino a € 30.000 garantiti al 100% dal Fondo. Per le medie imprese (che hanno da 250 a 499 dipendenti) la proroga è stata estesa fino al 28/2/2021.

Il *tandem* di decreti ha introdotto anche, per le PMI *in bonis* alla data di pubblicazione del decreto stesso, una moratoria straordinaria fino al 30/9/2020 (poi estesa dal Decreto Agosto fino al 31/1/2021 e, successivamente, fino al 30/6/2021 dalla legge di Bilancio 2021) e la Garanzia Italia di SACE per le PMI che hanno esaurito il *plafond* della sopraenunciata Garanzia MCC e per le altre imprese con diverse percentuali di copertura fino al 90% di una somma pari al maggiore tra il 25% del fatturato consolidato in Italia ed il doppio del personale in Italia, oltre quanto già coperto dalla Garanzia MCC. La misura è stata prorogata al 30/6/2021 dalla manovra di bilancio, che ne ha anche ampliato la portata alle cessioni di credito *pro-soluto* e ai finanziamenti destinati in quota parte alla rinegoziazione o consolidamento di debito pregresso. La platea dei beneficiari è stata estesa anche a imprese di assicurazione del ramo crediti.

Dal 1/3/2021 le imprese non-PMI fino a 499 dipendenti potranno essere ammesse solo sulla garanzia SACE.

Per quanto riguarda i finanziamenti Simest, il Decreto Rilancio (D.L. 34/2020) ha disposto l'esenzione su richiesta del richiedente della garanzia sui finanziamenti agevolati a valere sul Fondo 394 richiesti entro fine 2020 ed ha introdotto la possibilità di cofinanziare a fondo perduto una quota dei finanziamenti agevolati a valere sul fondo pari al massimo al 40% (poi innalzata al 50% fino a fine 2020, per un massimo di € 800.000 di aiuti complessivi e, diversamente da quanto previsto in precedenza, senza impatti sul '*de minimis*' bensì in regime di Temporary Framework, ulteriormente prorogato a tutto il 2021 ed innalzato a € 1,8 milioni).

Altre misure straordinarie hanno riguardato l'ampliamento della portata dei finanziamenti agevolati (ad esempio l'operatività per tutti i paesi UE) e l'estensione della platea dei beneficiari.

Sul fronte Invitalia, invece, sempre il decreto Rilancio ha istituito il Fondo Patrimonio PMI, un finanziamento tramite titoli di debito *bullet* a 6 anni per società PMI non in difficoltà, colpite dal Covid (calo del fatturato superiore al 33%) che abbiano condotto una ricapitalizzazione dal 19/5/20: il finanziamento è pari al valore minimo fra il triplo dell'aumento del capitale eseguito e il 12,5% del fatturato 2019. La manovra di bilancio 2021 ha prorogato l'agevolazione fino al 30/6/2021 ed esteso anche ad imprese ammesse in concordato in continuità dopo il 31/12/2019, purché abbiano ricevuto una sentenza di omologa di un concordato preventivo in continuità e non risultino, al 31/12/2019, imprese in difficoltà.

Gli ultimi dati diffusi dalla *task force* di cui fanno parte Ministero dell'Economia e delle Finanze, Ministero dello Sviluppo Economico, Banca d'Italia, Associazione Bancaria Italiana, Mediocredito Centrale e SACE evidenziano che fino al 24 febbraio 2021 erano pervenute domande o comunicazioni di moratoria, su prestiti verso società non finanziarie, per circa € 190 miliardi. Per quanto riguarda le PMI, le richieste sono quasi 1,3 milioni e hanno riguardato prestiti e linee di credito per € 154 miliardi.

Sono invece 1.748.490 le richieste di garanzie pervenute al Fondo di Garanzia nel periodo dal 17 marzo 2020 al 23 febbraio 2021 in favore di imprese, artigiani e professionisti, per un importo complessivo di oltre € 141,6 miliardi. Di queste, 1.092.949 sono riferite a finanziamenti fino a € 30.000, con percentuale di copertura al 100%, per un importo finanziato di circa € 21,3 miliardi. Infine ammontano a circa € 21,6 miliardi, per un totale di 1.561 operazioni, i volumi complessivi dei prestiti garantiti nell'ambito di 'Garanzia Italia', lo strumento di SACE. Le domande accolte con procedura semplificata sono 1.553 per circa € 12,8 miliardi.

### Box 1.1

I provvedimenti statali per supportare le PMI durante la pandemia

(a cura di Claudio Calvani)



**Claudio Calvani**  
(VVA Debt & Grant)

*“I decreti emergenziali 2020 hanno puntato correttamente sulle forme di garanzia statali a favore del debito; nel 2021 devono premiare l'ampliamento e proroga del Temporary Framework anche per il tramite di fondo perduto per l'export per tutti gli aventi diritto e di forme per quasi-equity e refinancing”*



**Leonardo Frigiolini**  
(Frigiolini & Partners  
Merchant)

“Se il legislatore non abbandonerà la cura dei dettagli relativamente alle iniziative assunte durante la pandemia, i minibond delle PMI riusciranno finalmente ad intercettare una parte importante del risparmio delle famiglie. Siamo davvero alla vigilia di un cambiamento epocale”

## L'evoluzione della normativa nel 2020: PIR 'alternativi' e *minibond in crowd*

Una novità legislativa che probabilmente impatterà in modo positivo sull'industria dei *minibond* è l'introduzione dei cosiddetti 'PIR alternativi', attuata dal D.L. 34/2020 ('Decreto Rilancio').

Tecnicamente un PIR (Piano Individuale di Risparmio) è un 'contenitore fiscale' intestato a una persona fisica residente, che può prendere la forma di un deposito titoli, una gestione patrimoniale, un contratto assicurativo o un OICR (Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio, ovvero un fondo comune o SICAV); ad esso viene riservata l'esenzione fiscale rispetto all'imposizione sulle rendite finanziarie (dividendi, cedole, interessi, *capital gain*) e sull'imposta di successione. Devono però valere una serie di condizioni rispetto al mantenimento dell'investimento per almeno 5 anni e alla composizione del portafoglio.

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.

I 'PIR alternativi' devono investire (per almeno i due terzi dell'anno solare) non meno del 70% del valore complessivo in strumenti finanziari emessi da imprese quotate italiane o estere residenti nella UE o SEE ma con stabile organizzazione in Italia, diverse da quelle inserite negli indici FTSE Mib e FTSE Mid Cap di Borsa Italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati esteri oppure in strumenti finanziari emessi da imprese non quotate italiane o estere residenti nella UE o SEE con stabile organizzazione in Italia oppure ancora in prestiti/crediti erogati alle predette imprese. Il limite di concentrazione per ogni strumento è pari al 20%. Il D.L. 104/2020 ha stabilito che il limite massimo di investimento è pari a € 300.000 all'anno, con un valore massimo cumulato di € 1.500.000 in 5 anni. Nel Capitolo 4, a pagina 58, torniamo sull'argomento evidenziando come si stanno muovendo le diverse società di gestione in questo ambito.

In secondo luogo, un'importante novità attuata sul mercato nel 2020 è 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. In particolare la Consob con la Delibera 21110 del 10 ottobre 2019 ha precisato che è possibile collocare solo titoli di debito di Società per Azioni (in ossequio al Codice Civile) e che gli investitori titolati devono appartenere a una di queste classi:

- investitori non professionali con un portafoglio complessivo di strumenti finanziari, inclusi i depositi in denaro, pari a € 250.000 come certificato da una banca o da un intermediario;
- investitori non professionali che si impegnano ad investire almeno € 100.000 in un'offerta, nonché dichiarino per iscritto, in un documento separato dal contratto da stipulare per l'impegno a investire, di essere consapevoli dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto;
- investitori non professionali che effettuano l'investimento nell'ambito della prestazione del servizio di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti.

Per quanto riguarda la tipologia di strumenti finanziari oggetto di offerta sui portali, possono essere considerati tutti i titoli di debito che rientrano nella definizione del TUF, incluse le cambiali finanziarie.

Alla data del 31/12/2020 le piattaforme di *equity crowdfunding* che avevano ottenuto il nulla-osta per collocare titoli di debito sono tre (Crowdfundme, Fundera e Opstart). La Tabella 1.1 riporta alcune informazioni sui titoli collocati, che naturalmente rientrano nel *database* di analisi dell'Osservatorio. La raccolta è stata di € 14,7 milioni.

**Tabella 1.1**

I *minibond* collocati dai portali autorizzati di *equity crowdfunding* fino al 31/12/2020

Portale	Offerte pubblicate	Raccolta totale
Fundera.it	19 (chiuse) + 5 (in collocamento)	€ 12.390.000
Crowdfundme.it	2 (chiuse)	€ 2.290.000
Opstart.it	1 (in collocamento)	-

A vantaggio della completezza informativa, la Tabella 1.2 riassume il *framework* normativo rilevante per i *minibond*, sedimentato nel corso degli anni.

Decreto	Principali innovazioni
D.L. 83/2012 'Sviluppo' e D.L. 179/2012 'Sviluppo-bis'	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Eliminati i limiti massimi quantitativi previsti dall'art. 2412 del Codice Civile per le obbligazioni</li> <li>• Estensione a società non quotate della deducibilità degli interessi passivi, per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione e sottoscritti da investitori qualificati che non detengano più del 2% del capitale azionario</li> <li>• Deducibilità dei costi di emissione per le società non quotate</li> <li>• Esenzione della ritenuta alla fonte sui proventi per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione di Stati membri dell'UE o Paesi in "White List"</li> </ul>
D.L. 145/2013 'Destinazione Italia'	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Semplificazione delle procedure di cartolarizzazione e maggiore protezione per gli investitori</li> <li>• Obbligazioni, titoli cartolarizzati, quote di fondi di <i>minibond</i> ammissibili come attivi a copertura delle riserve tecniche assicurative</li> <li>• Possibile garanzia dei titoli collateralizzati emessi da banche, anche di titoli societari e crediti alle PMI</li> <li>• Estensione dell'attività del Fondo Centrale di Garanzia anche a fondi per investimenti su singole emissioni e portafogli</li> </ul>
D.L. 91/2014 'Competitività'	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Credito diretto alle imprese da parte di assicurazioni e società di cartolarizzazione</li> <li>• Eliminazione della ritenuta d'acconto sui finanziamenti di medio-lungo termine concessi da fondi e assicurazioni esteri</li> <li>• Eliminazione della ritenuta d'acconto su interessi e proventi di obbligazioni anche non quotate in sistemi multilaterali, purché collocati da investitori istituzionali</li> <li>• Estensione dell'imposta sostitutiva a cessioni di crediti garantiti</li> </ul>
Legge 145/2018 ('Legge di Bilancio 2019')	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Modifica della normativa sui PIR</li> <li>• Modifica della Legge 130/99 sulle cartolarizzazioni</li> <li>• Facoltà per le piattaforme di <i>equity crowdfunding</i> autorizzate da Consob di collocare <i>minibond</i> a investitori professionali in una sezione dedicata</li> </ul>
Legge 157/2019 ('Decreto Fiscale 2020') e Legge 160/2019 ('Legge di Bilancio 2020')	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ulteriori modifiche della normativa sui PIR</li> </ul>
D.L. 18/2020 ('Cura Italia') e D.L. 23/2020 ('Liquidità')	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Estensione delle garanzie pubbliche sui <i>minibond</i></li> <li>• Nuova misura 'Garanzia Italia' gestita da SACE</li> </ul>
D.L. 34/2020 ('Rilancio')	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Introduzione dei 'PIR alternativi'</li> </ul>

**Tabella 1.2**

Riassunto delle principali innovazioni legislative introdotte sui *minibond* dal 2012 ad oggi

## Il segmento obbligazionario ExtraMOT PRO<sup>3</sup> di Borsa Italiana

Il mercato ExtraMOT PRO di Borsa Italiana nasce nel febbraio 2013 come segmento professionale del mercato ExtraMOT (si veda la Figura 1.9) in cui possono essere quotati *project bond*, obbligazioni, cambiali finanziarie, *asset backed securities* (ABS) e strumenti partecipativi. Dal 16 settembre 2019, dopo una consultazione avviata con i protagonisti del mercato, ExtraMOT si è arricchito di un ulteriore segmento con ExtraMOT PRO<sup>3</sup> che è dedicato all'emissione di obbligazioni o titoli di debito da parte di società non quotate su mercati regolamentati, PMI o aventi un valore di emissione inferiore a € 50 milioni.

L'introduzione del nuovo segmento si è resa opportuna al fine di razionalizzare l'offerta degli strumenti finanziari emessi da società costituite primariamente da piccole medie imprese con alto potenziale di crescita, anche alla luce dei lavori comunitari in tema di Capital Market Union.

Il segmento accresce ulteriormente la visibilità delle società ivi quotate e permette loro di beneficiare delle iniziative mirate a facilitare l'accesso ai capitali e ridurre i costi di





**Anna Marucci**  
(Borsa Italiana)

“Le obbligazioni quotate su Borsa Italiana rappresentano un valido strumento a supporto dei progetti di crescita di medio-lungo termine delle società italiane, soprattutto in un momento complesso per il tessuto imprenditoriale del nostro Paese come quello attuale. Inoltre i mercati obbligazionari di Borsa Italiana hanno dimostrato di essere alleati della crescita, rafforzando costantemente l’impegno nella promozione e nello sviluppo di una sempre maggiore attenzione alle tematiche ESG. A partire dal lancio del segmento dedicato ai Green e Social bond, nel marzo 2017, il segmento su ExtraMOT ha dato il benvenuto a 36 strumenti green, social e sustainable”

<sup>5</sup> È tuttavia prevista la facoltà di incaricare un Listing Sponsor che assiste la società nelle fase di presentazione della domanda a Borsa Italiana come sotto descritto (si veda [www.borsaitaliana.it/obbligazioni/listingsponsor/listingsponsor.htm](http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/listingsponsor/listingsponsor.htm))

*market funding*. Nel nuovo segmento, possono essere ammessi alle negoziazioni, esclusivamente su domanda dell'emittente, obbligazioni o altri strumenti di debito emessi da società di capitali (società per azioni e società a responsabilità limitata), società cooperative, mutue assicuratrici o enti, inclusi gli enti locali o società da questi controllate ai sensi dell'articolo 2359 del Codice Civile.

Possono essere ammessi alla negoziazione anche gli strumenti finanziari emessi in relazione ad operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto obbligazioni (*basket bond*) ed altri strumenti finanziari di debito emessi da società aventi le caratteristiche sopra esposte e i cosiddetti *infrastructure bond*.

Si tratta di un segmento che consente alle società italiane un accesso flessibile ed efficiente ai mercati dei capitali, integrando la gamma dei servizi per le aziende e completando così l'offerta obbligazionaria di Borsa Italiana per gli investitori. Tecnicamente non si tratta di un mercato regolamentato ai sensi della Direttiva MIFID, ma di un 'sistema di scambi organizzato' (*multilateral trading facility*) attivo con una piattaforma di negoziazione elettronica, con procedure di *settlement* automatiche, e comunque eleggibile per tutte le operazioni finanziarie bancarie verso la Banca Centrale Europea. Esso è accessibile, quindi, solo agli investitori professionali.

ExtraMOT PRO<sup>3</sup> è aperto alle emissioni di società di capitali, cooperative, assicurazioni, enti pubblici e loro controllate; ad esse viene data la possibilità di comunicare periodicamente con gli investitori, in modo trasparente e standardizzato.

Il costo di ammissione per ogni strumento è particolarmente contenuto: in caso di collocamento tradizionale la *fee* è pari a € 2.500 *una tantum* per strumento finanziario indipendentemente dalla durata. Se il titolo è già quotato su altri mercati (*dual listing*) il corrispettivo si riduce a € 500. Se il titolo è un ABS di titoli di debito già quotati su listini di Borsa Italiana, è previsto uno sconto del 20% sulla *fee* per i titoli sottostanti. Se lo strumento finanziario è un titolo di debito di durata inferiore a 12 mesi, la *fee* unitaria è pari a € 2.500 euro fino a 5 strumenti emessi e quotati nello stesso anno solare. Dal sesto strumento emesso e quotato nel medesimo anno la *fee* diventa € 500. Nel caso invece di collocamento del *minibond* attraverso la piattaforma proprietaria di ExtraMOT PRO<sup>3</sup> (si veda quanto specificato nelle righe successive) la *fee* è pari ad una percentuale digressiva del valore del collocamento, compresa fra 0,0025% e 0,01% con un minimo di € 4.500.

Non sono obbligatorie figure di intermediari previste in altri segmenti quali ad esempio il *listing partner* o il *liquidity provider*<sup>5</sup>.

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

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

Dal 2016 Borsa Italiana offre la possibilità di implementare una procedura di distribuzione diretta che consente all'emittente di collocare *minibond* attraverso la piattaforma tecnologica per il tramite di un operatore incaricato aderente, accedendo così direttamente al vasto *network* di intermediari interconnessi al mercato, aggregatore di tutte le reti distributive bancarie.

Un'ulteriore novità riguarda la digitalizzazione del processo di quotazione per cui si prevede che l'inoltro della domanda di ammissione possa avvenire esclusivamente utilizzando l'apposito canale informatico messo a disposizione da Borsa Italiana denominato Listing online (LOL).

L'attenzione degli investitori verso le tematiche ESG (Environmental, Social, Governance) è in continua crescita e il mercato degli investimenti sostenibili è molto attivo, dinamico

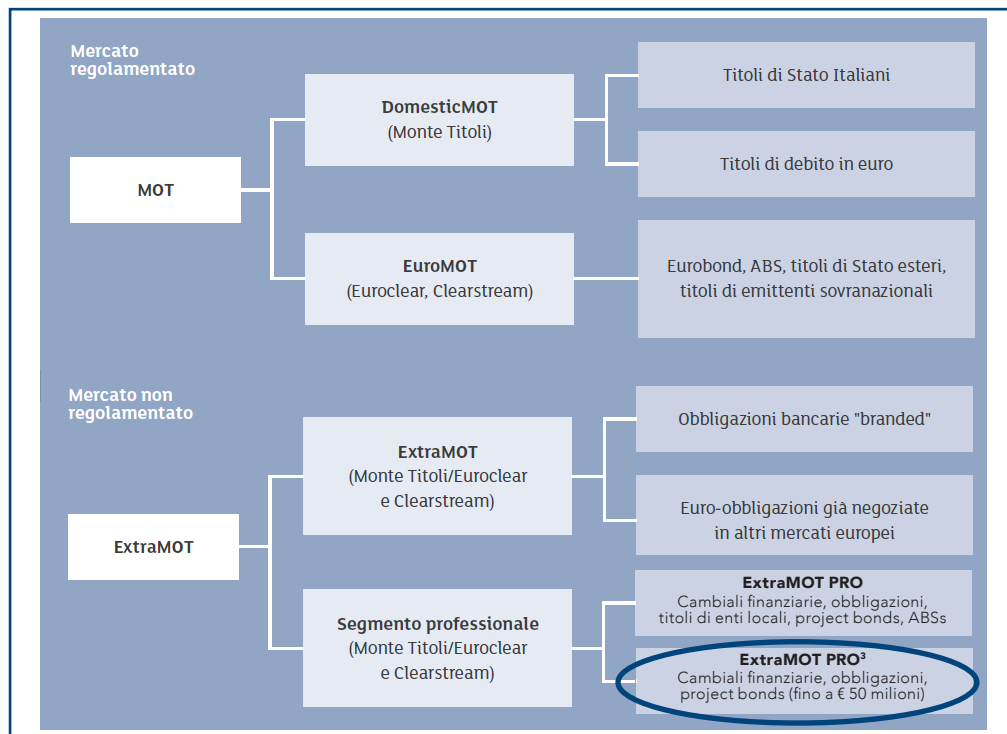


Figura 1.9

Il posizionamento di ExtraMOT PRO<sup>3</sup> rispetto ai mercati obbligazionari gestiti da Borsa Italiana.

e in costante sviluppo. Per questo, da marzo 2017 Borsa Italiana ha deciso di offrire agli investitori istituzionali e *retail* la possibilità di individuare le obbligazioni i cui proventi vengono destinati al finanziamento di progetti con specifici benefici o impatti di natura ambientale (*green bond*) e/o sociale (*social bond*). L'identificazione passa attraverso la certificazione iniziale di un soggetto terzo indipendente e la comunicazione riguardante l'utilizzo stesso dei proventi, informativa che deve essere su base annuale fino a quando non sono stati allocati tutti i proventi. Sui segmenti professionali di ExtraMOT (PRO e PRO<sup>3</sup>) ne risultano 38 per un controvalore di oltre € 18,6 miliardi; tra questi troviamo diverse tipologie di titoli come Green/Green Infrastructure/Climate Action/SDG Linked/Transition/Social. A sottolineare l'importanza del tema della sostenibilità, nel gennaio 2021 Borsa Italiana ha avviato la 'Sustainable Finance Partnership' con l'obiettivo di creare una cultura e un ecosistema integrato per lo sviluppo della finanza sostenibile (si veda il Box 1.2 nelle pagine successive).

Ricordiamo nel seguito gli adempimenti richiesti specificatamente per la quotazione dei *minibond* nel segmento ExtraMOT PRO<sup>3</sup>.

### Il Documento di Ammissione

La società emittente ha l'obbligo di redigere un Prospetto o in alternativa un Documento di Ammissione. Il Prospetto deve rispondere alle disposizioni del Regolamento Prospetti 809/2004 in cui si definiscono le informazioni che devono essere contenute, il modello del Prospetto, aspetti relativi alla pubblicazione e alla diffusione. Generalmente il Prospetto viene preferito dalle grandi società che emettono obbligazioni con controvalore a partire da € 200 milioni. Il Documento di ammissione (raccomandabile per emissioni di taglia minore) deve invece seguire le disposizioni del regolamento del segmento ExtraMOT PRO (pubblicato su Internet). In entrambe i casi la società è invitata ad inviare a Borsa Italiana una bozza dell'elaborato per rendere più rapida la procedura di accettazione della richiesta di ammissione.

Il regolamento di ExtraMOT PRO prevede che il documento di ammissione contenga alcune informazioni fondamentali sui seguenti aspetti:

- persone responsabili della redazione del documento;
- fattori di rischio dell'emittente e dello strumento di debito;
- informazioni sull'emittente, struttura organizzativa e compagine azionaria;
- informazioni finanziarie riguardo le attività e passività, situazione finanziaria, utili o

perdite dell'ultimo esercizio contabile, oppure in allegato l'ultimo bilancio;

- le caratteristiche degli strumenti finanziari;
- ammissioni alle negoziazioni e modalità di negoziazione.

Se l'impresa è già quotata su un listino azionario, i primi quattro punti possono essere omissi. I fattori di rischio indicativi che devono essere esplicitati nel documento di ammissione sono: i rischi connessi all'indebitamento; i rischi connessi al mercato in cui la società opera; i rischi dei *covenant* finanziari e impegni previsti nei contratti di finanziamento; i rischi connessi a eventuali contenziosi; i rischi legati all'appartenenza dell'emittente ad un gruppo di imprese (operazioni con parti correlate); i rischi connessi all'attuale congiuntura economica; i rischi di illiquidità delle obbligazioni nel caso in cui gli investitori iniziali non siano stati totalmente investitori professionali. Naturalmente questi fattori dipendono dalla specificità dell'azienda, dalla sua tipologia di *business* e dalle caratteristiche dei titoli.

Nel caso di *green* e *social bond* l'emittente deve fornire annualmente adeguata informativa riguardante l'utilizzo dei proventi dell'emissione, fino al momento della loro completa allocazione.

### **Publicazione dei bilanci**

La società emittente è chiamata alla pubblicazione dei propri bilanci d'esercizio, compresi quelli consolidati se disponibili, dell'ultimo esercizio contabile, soggetto alla revisione legale di una società di revisione o ente iscritto all'Albo nel rispetto della normativa descritta nel D.L. 39/2010. Deve inoltre prevedere sul proprio sito Internet una sezione dedicata agli investitori. Su tale sito la società deve pubblicare il Prospetto informativo o il Documento di ammissione, almeno entro la sera precedente l'avviso di ammissione alle negoziazioni (quindi circa due/tre giorni prima della data prevista di quotazione su ExtraMOT PRO<sup>3</sup>).

### **Listing sponsor**

Per agevolare l'accesso delle società italiane ad alto potenziale di crescita sul mercato, è prevista la facoltà per la società di nominare un Listing Sponsor che la assista e la supporti mediante il sopra menzionato canale informatico nelle attività di trasmissione della documentazione necessaria ai fini dell'ammissione sul segmento e nella trasmissione dei documenti relativi alle informazioni post-ammissione funzionali a tenere aggiornata la pagina di investor relation della società su ExtraMOT PROLinK.

Ai fini dell'ottenimento della qualifica di Listing Sponsor il soggetto richiedente deve soddisfare i seguenti requisiti, oltre a quelli previsti dalla normativa: (i) aver prestato la propria attività professionale nell'ambito di operazioni di *debt capital market* e/o *corporate finance* per un periodo di tempo adeguato fornendo evidenza delle principali operazioni svolte negli ultimi cinque anni; (ii) essere un soggetto dotato di adeguata reputazione nel fornire consulenza professionale e di qualità in relazione ad operazioni di *debt capital market* e/o *corporate finance*.

L'elenco dei Listing Sponsor accreditati è disponibile sul sito Internet di Borsa Italiana.

### **Attribuzione del codice ISIN**

La società deve ottenere la dematerializzazione dei titoli (attraverso un soggetto autorizzato quale la Monte Titoli) e richiedere a Banca d'Italia l'attribuzione di un codice ISIN, ovvero di un codice identificativo universale associato ai titoli (tali requisiti sono comuni anche ai *minibond* che non vengono quotati sul mercato borsistico). La richiesta può essere effettuata con un modulo *standard* e inoltrata via Internet al servizio di codifica degli strumenti finanziari disponibile sul sito di Banca d'Italia.

Entro 48 ore la società riceve i codici di accesso con cui può richiedere l'assegnazione del codice ISIN attraverso l'applicazione *online* FEAT. La società deve allegare alla richiesta il Regolamento del prestito, il verbale dell'organo di amministrazione che ha approvato la delibera dell'emissione, una dichiarazione in cui si accetta il ruolo di sottoscrittori da parte degli investitori istituzionali.



Il tema della sostenibilità sta monopolizzando l'attenzione dei mercati finanziari. Il paradigma ESG (Environmental, Social, Governance) si sta consolidando come punto di riferimento nelle strategie di investimento, grazie alla spinta sia delle autorità di mercato e dei legislatori in Europa, sia dei risparmiatori ad ogni livello, dai *retail* agli istituzionali.

Pochi sono ormai disposti ad affidare i propri capitali ad imprese che non implementano strategie orientate alla sostenibilità di lungo termine, attraverso buone pratiche finalizzate alla tutela dell'ambiente, all'inclusione e *welfare* sociale e ad una *governance* trasparente e rispettosa di tutti gli *stakeholder*. Inoltre, nuovi adempimenti obbligatori stanno per riguardare le imprese emittenti di titoli (fra cui anche i *minibond*) e chi ingegnerizza, gestisce e colloca prodotti finanziari che vi investono. È da poco entrato in vigore il Regolamento UE 2019/2089 che modifica il Regolamento 2016/2011 ('Regolamento Benchmark') sui parametri di riferimento per le emissioni di anidride carbonica e che introduce due nuovi indici di riferimento: il *low carbon benchmark* e il *positive carbon impact benchmark*. Nel 2021 entrerà in vigore la nuova normativa dell'Unione Europea in materia di finanza sostenibile, tra cui il Regolamento 2019/2088 che tratta l'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari ('Regolamento Disclosure') e il Regolamento 2020/852 sul sistema di classificazione delle attività economiche sostenibili ('Regolamento Tassonomia'). In pratica, la direzione è che vengano rese disponibili per i partecipanti al mercato finanziario (Financial Market Participants e Financial Advisers) informazioni non finanziarie sempre più precise e dettagliate da parte delle società partecipate combattendo il fenomeno del *greenwashing*, ossia delle dichiarazioni infondate o fuorvianti. Inoltre, la Commissione Europea sta valutando di avanzare una proposta di Regolamento per un 'Green Bond Standard', ossia una 'certificazione' per titoli di debito associati al finanziamento di progetti con ricadute positive in termini ambientali (energie rinnovabili, gestione sostenibile dei rifiuti e delle risorse idriche, tutela della biodiversità, efficientamento energetico).

A sottolineare l'importanza del tema, Borsa Italiana (che già organizza ogni anno la Sustainability Week per favorire momenti di educazione finanziaria e di incontro fra emittenti e investitori) ha lanciato nel mese di gennaio 2021 la Sustainable Finance Partnership con l'obiettivo di creare una cultura e un ecosistema integrato per lo sviluppo di soluzioni innovative di Corporate Sustainable Finance per il mercato dei capitali italiano.

La Sustainable Finance Partnership coinvolge al momento un primo gruppo di 16 *partner* al fine di favorire l'arricchimento reciproco e lo sviluppo di nuove competenze: Banor SIM, BDO, Carbonsink, Cerved Rating Agency, Credit Agricole Corporate & Investment Bank, Equita, ERM, Fidelity International, Hogan Lovells, IMPact SIM, Intermonte SIM, IntesaSanpaolo - IMI Corporate & Investment Banking Division, NN Investment Partners, SIRcle, UniCredit Group, V-Finance. L'obiettivo è quello di valorizzare e condividere competenze ed esperienze su temi legati alla sostenibilità supportando, insieme a Borsa Italiana, lo sviluppo di una *community* dedicata.

La documentazione prodotta viene considerata provvisoria e poi dovrà essere ritrasmessa in formato definitivo.

### La richiesta di ammissione

La richiesta di ammissione viene effettuata digitalmente dall'emittente o dalla società attraverso il *tool* Listing on Line. Attraverso il *tool* verranno inviati anche la scheda ripilogativa delle caratteristiche dei titoli seguendo gli schemi dettati da Borsa Italiana, il Documento di Ammissione o il Prospetto, ovvero va indicato dove reperirlo, e il sito Internet dove verrà messa a disposizione l'informativa.

Rimane facoltativa la nomina di un operatore specialista che sostenga la liquidità dei titoli (il cosiddetto *market maker*).

I titoli di debito per poter essere ammessi alle negoziazioni devono essere liquidabili o su Monte Titoli o su Euroclear/Clearstream. Per questo, parallelamente all'istruttoria condotta da Borsa Italiana, subito dopo la richiesta del codice ISIN, l'emittente deve procedere alla richiesta di accentramento dei titoli.

Infine, viene pubblicato l'avviso di avvenuta ammissione dei *minibond* alla negoziazione su ExtraMOT PRO<sup>3</sup>. Le prime negoziazioni partiranno di norma dal primo giorno lavorativo successivo alla data di pubblicazione dell'avviso.

### Box 1.2

La Sustainable Finance Partnership di Borsa Italiana



**Danilo Maiocchi**  
(Innexta - Consorzio  
Camerele Credito e  
Finanza)

*"Il sistema camerale è sempre più proiettato verso un servizio globale alle PMI. Nel 2021, partendo da una metodologia adottata per una piattaforma digitale proprietaria di lending, vorremmo proporre un sistema intelligente di autoanalisi e di scoring sugli obiettivi di sostenibilità, valutando un intervento da parte delle Camere che faciliti, anche in termini economici, l'emissione di minibond finalizzati a investimenti ESG"*

---

### Adempimenti post-quotazione

A seguito della quotazione dei *minibond*, l'emittente si deve impegnare a pubblicare regolarmente sul proprio sito Internet:

- il bilancio annuale soggetto a revisione legale, entro sei mesi dalla fine dell'esercizio contabile;
- eventuale assegnazione di *rating* pubblico o modifiche del giudizio di *rating*;
- informazioni relative alla società che possano influenzare il valore dei *minibond* (le informazioni *'price-sensitive'*);
- modifiche delle caratteristiche dell'emissione, o della modalità di esercizio dei diritti dei sottoscrittori;
- l'informativa tecnica sui titoli, che includa le informazioni sul calcolo degli interessi, l'eventuale rimborso anticipato dei titoli, ed altre eventuali opzioni (queste informazioni devono essere consegnate anche a Borsa Italiana). In caso di rimborso anticipato, la comunicazione deve avvenire almeno tre giorni prima del rimborso.

### ExtraMOT PRO<sup>3</sup>: alcune statistiche relative al 2020

Alla data del 31 dicembre 2020, secondo quanto diffuso da Borsa Italiana, risultavano quotati su ExtraMOT PRO<sup>3</sup> 149 titoli emessi da 106 imprese (la maggior parte delle quali dal comparto industriale), per un valore nominale complessivo di oltre € 4,3 miliardi. Nel corso dell'anno si sono quotati 21 nuovi titoli (33 sono stati delistati per i rimborsi) e si sono registrati 274 contratti di scambio, per un controvalore complessivo di circa € 29,6 milioni; il controvalore medio per contratto è quindi € 108.153.

Occorre ricordare che si tratta di un mercato aperto solo a investitori istituzionali, che il più delle volte operano con una logica *'buy-and-hold'*, come appare chiaro nel caso dei fondi chiusi di *private debt*. Nel dettaglio, i titoli più scambiati nel 2020 su ExtraMOT PRO<sup>3</sup> sono stati emessi da Rekeep (71 contratti per € 7,2 milioni), Davis & Morgan (19 contratti per € 4,7 milioni), Marcolin (45 contratti per € 4,1 milioni) e Sisal Group (35 contratti per € 3,5 milioni).

### I *minibond* in Europa nel 2020

L'Italia è un punto di riferimento in Europa rispetto al mercato dei *minibond*. Come ogni anno, in ottica comparativa, è interessante osservare gli sviluppi del mercato anche all'estero, dove pure gli effetti della pandemia non sono stati marginali.

In Regno Unito il London Stock Exchange gestisce una piattaforma di negoziazione per le obbligazioni destinate ad un pubblico *retail* (Order book for Retail Bonds, ORB). Come suggerisce il nome, si tratta però di un listino regolamentato ai sensi della Direttiva MiFID e aperto anche ai piccoli risparmiatori, a differenza di ExtraMOT PRO<sup>3</sup>. I requisiti di ammissione infatti sono gli stessi applicabili al listino borsistico principale. Il taglio di investimento è però molto piccolo, anche 100 sterline, e non può essere superiore a 10.000 sterline: per questo viene spesso indicato come *benchmark* per i *minibond*. È inoltre obbligatoria la presenza di un *market maker* per assicurare liquidità al titolo. I responsabili di ORB stimano che, in base a loro analisi, il mercato possa risultare efficiente per emittenti che hanno bisogno di raccogliere da 20 milioni di sterline in su.

Escludendo i titoli di Stato (*Gilt*) ivi quotati, a fine 2020 il mercato ORB vantava 96 titoli negoziati<sup>6</sup> (30 in più dell'anno scorso) collocati da 68 diverse emittenti.

Nel Regno Unito sono consentiti i collocamenti privati di *minibond* non solo a investitori istituzionali e professionali, ma anche a piccoli risparmiatori, persino attraverso piattaforme Internet. Tuttavia, nel corso del 2020, a seguito di una moratoria annunciata al termine del 2019 che ha fatto seguito ad alcuni scandali finanziari, la Financial Conduct Authority (FCA) ha confermato il divieto di investimento nei cosiddetti *minibond* *'speculativi'* da parte di investitori *retail*. Il provvedimento è stato effettuato per contrastare la promozione di questi strumenti nei confronti di quei soggetti che non sono pienamente in grado di comprenderne i rischi e sostenere potenziali perdite.

In Germania esistono listini dedicati ai titoli di debito delle PMI (Mittelstand) nelle

<sup>6</sup> Fonte: London Stock Exchange

diverse piazze finanziarie: Entry Standard a Francoforte, Primärmarkt a Düsseldorf (suddiviso in tre segmenti in funzione dello *spread* di riferimento), Mittelstandsbörse Deutschland ad Amburgo-Hannover ed infine M:access bond a Monaco. A Stoccarda nel 2010 è stato aperto un mercato regolamentato non ufficiale composto da diversi segmenti, uno dei quali è proprio dedicato ai *minibond*, il Bondm. L'esperienza è stata del tutto deludente, soprattutto a causa dei numerosi casi di *default* delle emittenti.

Un altro listino regolamentato non ufficiale è l'Open Market di Francoforte, dove esiste un segmento (Scale) aperto anche alle obbligazioni che si è qualificato come SME Growth Market; il collocamento minimo è pari a € 20 milioni. A fine 2020 vi risultavano quotati 7 titoli, di cui 1 emesso nel 2020.

Ben più sviluppato in Germania è il mercato degli *Schuldscheindarlehen*, contratti che hanno caratteristiche intermedie rispetto a obbligazioni e prestiti bancari. Nella prima metà del 2020, a causa della crisi dovuta al Covid-19, il mercato degli *Schuldscheindarlehen* ha visto una riduzione dei propri volumi del 35% rispetto al primo semestre del 2019. Sebbene ci sia stata una ripresa nella seconda metà del 2020, il valore delle operazioni registrate risulta essere di circa € 20 miliardi, ben al di sotto del *record* dell'anno precedente<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Fonte: Scoperatings.com

In Francia i mercati borsistici dedicati alle emissioni obbligazionarie delle PMI sono tre: Euronext, Euronext Growth (che nel 2019 ha ottenuto la qualifica di SME Growth Market) ed Euronext Access, che coinvolgono diverse piazze finanziarie europee (fra cui Parigi, Bruxelles, Dublino). Il valore nominale dell'emissione deve essere almeno pari a € 200.000 per collocamenti a investitori professionali e € 5 milioni per collocamenti al pubblico. Tutte le emittenti devono avere il bilancio certificato. Le PMI devono ottenere un *rating* da un'agenzia autorizzata da ESMA.

Per la quotazione del titolo su Euronext Growth è necessario il supporto di un Listing Sponsor, (o Advisor, per il listino di Dublino) per garantire che l'impresa rispetti i requisiti informativi dopo il collocamento.

Gli investitori *retail* possono sottoscrivere i titoli attraverso banche e *broker* durante una finestra di sottoscrizione di durata tra le 3 e 5 settimane. Una volta conclusa la sottoscrizione, i titoli sono ammessi a quotazione.

A fine 2020 risultavano quotati sui listini dedicati di Euronext 225 obbligazioni assimilabili ai *minibond*<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Fonte: NYSE Euronext

Vale la pena ricordare che la Francia ha avviato una sperimentazione per il collocamento di *minibond* fino a € 2,5 milioni attraverso la tecnologia *blockchain*, attuabile anche tramite portali di *crowdfunding* autorizzati.

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

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

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

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

Al 31/12/2020 erano quotate sul Marf 54 obbligazioni e 61 cambiali finanziarie<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> Fonte: Bolsas y Mercados Españoles

In Norvegia, esiste il Nordic ABM, dedicato alla quotazione e allo scambio di obbligazioni e *commercial paper* fino a 12 mesi di durata (equivalenti alle cambiali finanziarie italiane). Il listino è suddiviso in due segmenti (uno aperto solo a investitori istituzionali, l'altro accessibile anche a investitori *retail*) in funzione del valore nominale del singolo

---

titolo (rispettivamente superiore o inferiore a 500.000 corone norvegesi, circa € 55.000). Il taglio dell'emissione deve essere superiore a 2 milioni di corone norvegesi, ovvero circa € 220.000. La procedura di ammissione è molto simile a quella di ExtraMOT PRO<sup>3</sup>. A fine 2019 risultavano quotati sul Nordic ABM 1.419 *minibond* per un controvalore nominale di circa € 50,7 miliardi<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> Fonte: Oslo Børs

La Polonia è un altro Paese dove i *minibond* stanno avendo un certo successo. Esiste un segmento specifico non regolamentato del mercato obbligazionario Catalyst, attivo su piattaforma proprietaria della Borsa di Varsavia (WSE). Il controvalore minimo dell'emissione è pari a 1 milione di zloty (circa € 235.000). A fine 2020 risultavano quotati 283 titoli<sup>11</sup> con controvalore di emissione inferiore a € 50 milioni collocati da 81 aziende private. Altri Paesi dell'Est dove stanno aprendo listini specifici per le obbligazioni delle PMI, qualificati da poco come SME Growth Market sono la Bulgaria (con il mercato BEAM) e Croazia e Slovenia, che hanno ideato congiuntamente il listino Progress.

<sup>11</sup> Fonte: Warsaw Stock Exchange

A Malta dal 2016 esiste un listino non regolamentato specifico per la quotazione di azioni e obbligazioni di PMI, chiamato Prospects, dove a fine 2020 erano quotati 26 *minibond*<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> Fonte: Borza Malta

## 2. Le imprese emittenti

In questo Capitolo la ricerca si occupa di analizzare le imprese che nel corso del 2020 hanno collocato sul mercato *minibond*, secondo la nostra definizione metodologica. L'obiettivo è quello di identificare le loro caratteristiche e analizzare eventuali *trend* significativi rispetto al passato. Attraverso l'analisi dei bilanci andiamo poi a osservare la *performance* operativa dopo l'emissione.

### Il campione aggiornato fino al 2020: statistiche descrittive

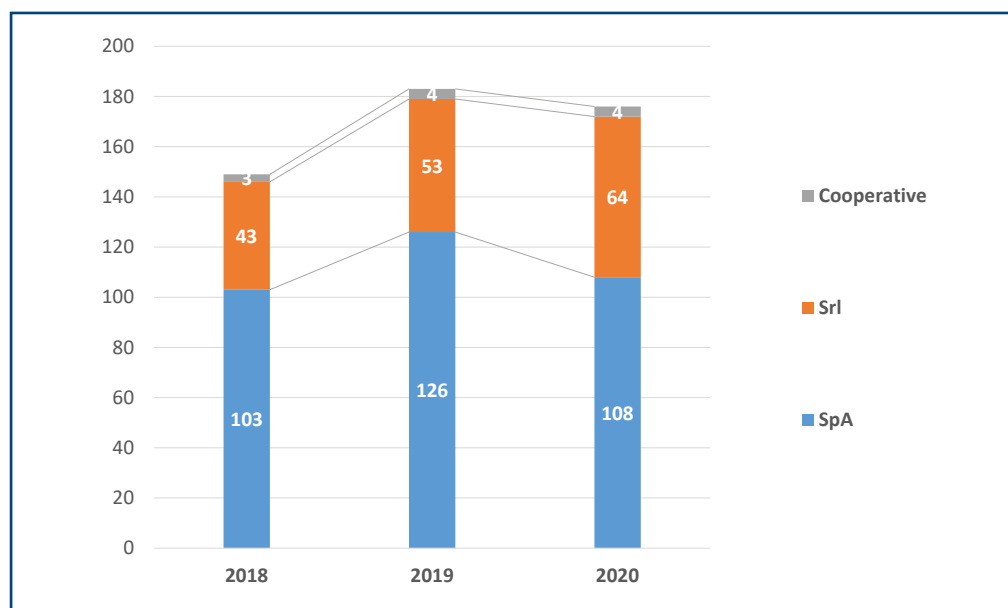
Seguendo la definizione metodologica introdotta nel Capitolo 1 (si veda a pagina 11), nel corso del 2020 risultavano aver collocato *minibond* sul mercato italiano 176 imprese. L'elenco è riportato in Appendice al Report, ed è riferito alle singole emissioni (che risultano essere 194). La differenza fra questi due numeri è legata al fatto che alcune imprese del campione hanno collocato più *minibond*. Si tratta di 18 società, le quali o hanno collocato titoli con diverse caratteristiche nello stesso istante, o si sono rivolte al mercato in momenti successivi durante il 2020. Nel 2019, invece, le imprese emittenti censite utilizzando gli stessi criteri erano risultate nel complesso 183; si registra quindi una piccola diminuzione (-7 emittenti).

Il campione del 2020, come si vede dalla Figura 2.1, è composto da:

- 108 società per azioni S.p.A. (pari al 61,3% del totale, percentuale in decisa flessione rispetto al 2019);
- 64 società a responsabilità limitata S.r.l. (36,4% del totale) in aumento sia in valore assoluto che in termini relativi;
- 4 società cooperative (pari al 2,3%) stabili rispetto al 2019.

Le imprese che per la prima volta hanno collocato *minibond* nel 2020 risultano essere ben 131 (nel 2019 il numero era pressochè lo stesso), mentre le altre imprese potevano vantare dei collocamenti condotti negli anni precedenti.

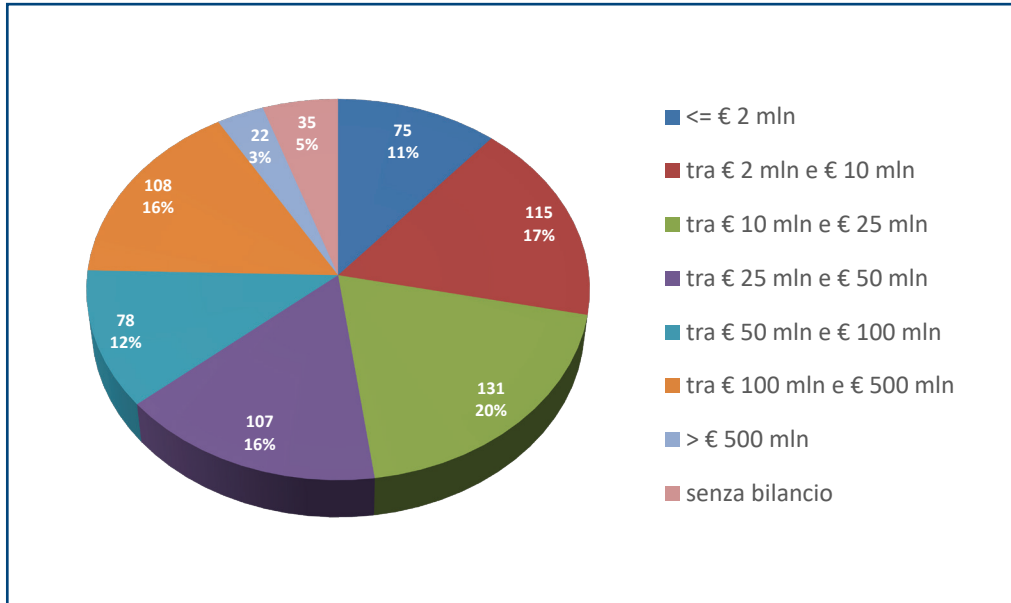
Da questi primi numeri possiamo farci l'idea che il mercato dei *minibond* abbia tenuto



**Figura 2.1**  
Segmentazione delle emittenti di *minibond* sotto € 50 milioni per tipologia di impresa: evoluzione dal 2018 al 2020

**Figura 2.2**

Segmentazione delle imprese emittenti dal 2012 al 2020 per classe di fatturato consolidato. Campione: 671 imprese



le posizioni nel 2020. I due elementi più significativi sono la crescita nel numero delle emittenti strutturate come Srl e il costante flusso di nuove imprese che si affacciano ogni anno sul mercato.

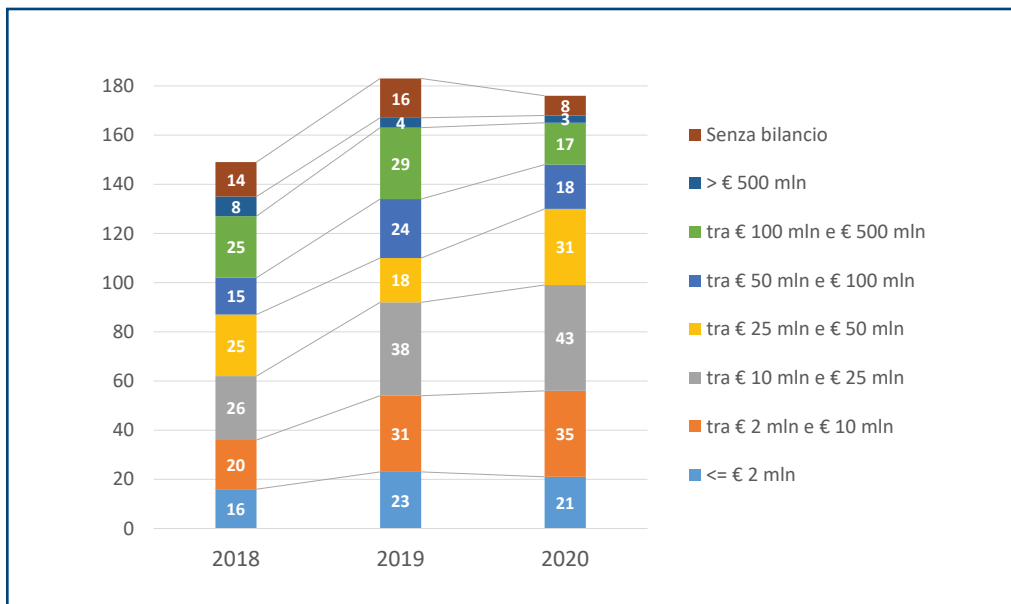
Le emittenti del 2020 sono in maggioranza PMI (secondo la definizione adottata a livello europeo<sup>1</sup>). In particolare 129 su 176 rispettano i requisiti dimensionali; la percentuale è pari al 73,3%, è in aumento rispetto al 57,4% del 2019 ed è la più alta da sempre.

Le imprese emittenti analizzate dal nostro Osservatorio, che dal 2012 al 2020 hanno collocato *minibond* sotto € 50 milioni, formano un campione di 671 società. Di queste, il 72,0% sono Società per Azioni, il 26,1% sono Società a responsabilità limitata, l'1,8% sono Società cooperative, lo 0,1% sono veicoli esteri di stabili organizzazioni in Italia. Le PMI in totale sono 409, ovvero il 61,0%.

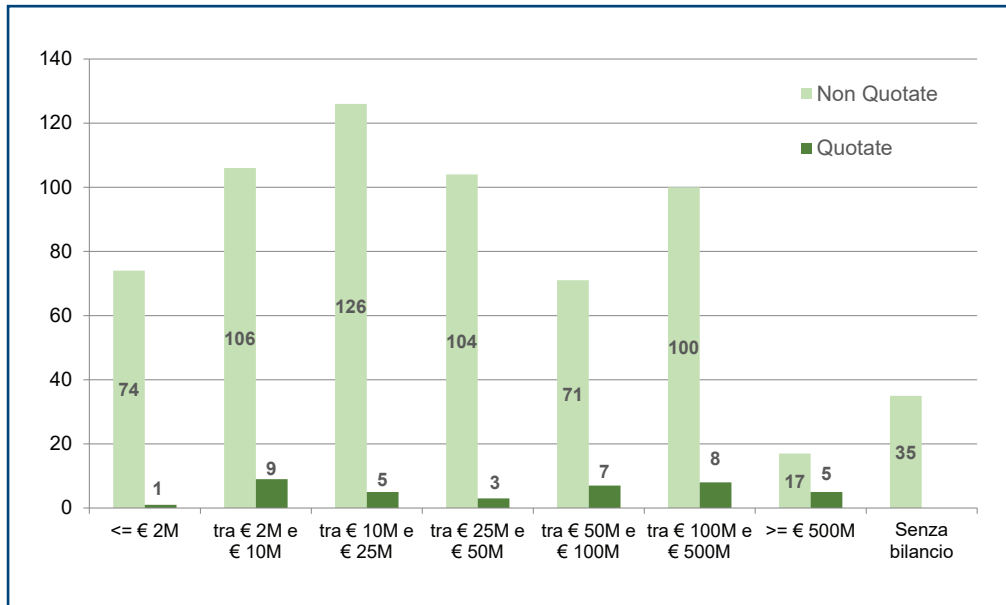
La Figura 2.2 segmenta il campione totale in funzione del fatturato consolidato nell'ultimo bilancio disponibile prima dell'emissione. Si noti che la classe più numerosa è quella fra € 10 e € 25 milioni (131 osservazioni, pari al 20% del totale) seguita dal gruppo fra € 100 e € 500 milioni (108 casi, pari al 16%). Per 35 aziende al momento dell'emissione non era stato ancora depositato alcun bilancio; si tratta quasi sempre di società formalmente di nuova costituzione ma risultanti da scissioni o ristrutturazioni di *business* esistenti. Come evidenzia la Figura 2.3 e in linea con le osservazioni prima evidenziate, nel 2020 si è visto un buon aumento delle emittenti che presentavano un fatturato di conto eco-

**Figura 2.3**

Segmentazione delle imprese emittenti per classe di fatturato consolidato: evoluzione dal 2018 al 2020







**Figura 2.4**  
Confronto fra emittenti di *minibond* sotto € 50 milioni con capitale azionario quotato e non, per classe di fatturato.

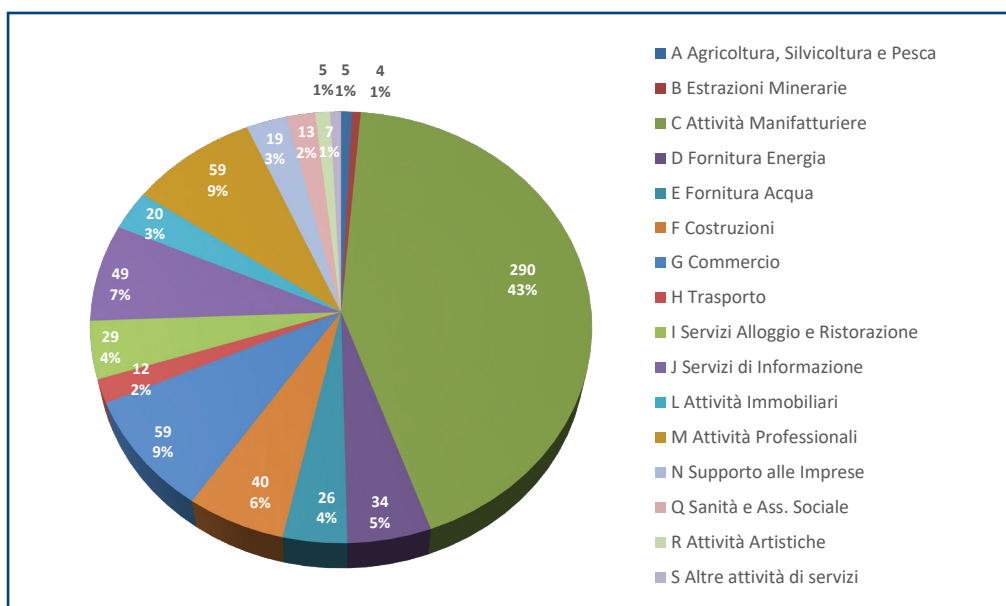
nomico compreso fra € 2 milioni e € 50 milioni mentre sono scesi i numeri per le altre classi, soprattutto per quelle che fatturano fra € 100 milioni e € 500 milioni.

La Figura 2.4 suddivide il campione complessivo, considerando se il capitale di rischio dell'emittente è quotato in Borsa. Come si vede, abbiamo 38 imprese (il 5,7% del campione) che al momento dell'emissione di *minibond* erano già presenti sul mercato borsistico con azioni quotate. In particolare 24 di esse erano quotate sul mercato telematico azionario di Borsa Italiana (di cui 7 sul segmento STAR), 11 erano quotate su AIM Italia, lo SME Growth Market non regolamentato per le imprese a più bassa capitalizzazione (come le PMI) e 2 su un listino estero.

Si conferma che la distribuzione per classe di fatturato è abbastanza diffusa, a provare il fatto che anche le imprese più piccole possono accedere al listino azionario.

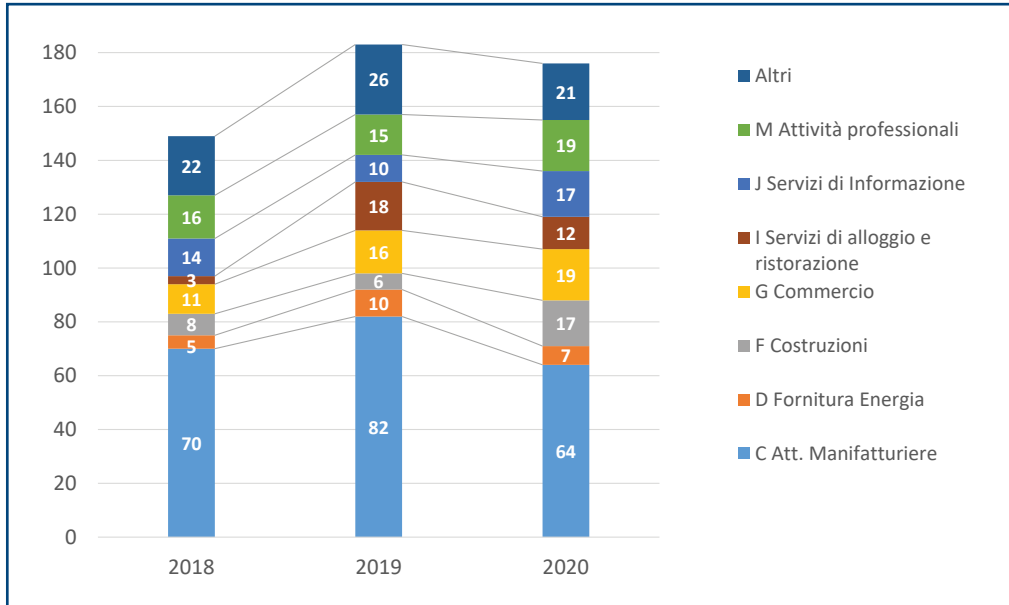
Nel 2020 abbiamo individuato 4 imprese quotate in Borsa sui listini azionari che hanno condotto emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni.

La Figura 2.5 ci dà informazioni sul settore di appartenenza delle imprese emittenti, identificato dal codice di attività ATECO; ricordiamo che escludiamo dal computo le società finanziarie (codice K). Si nota come il settore più rappresentato sia sempre quello delle attività manifatturiere (codice C, con 290 casi pari al 43% del campione), seguito dai gruppi 'Attività professionali' (codice M) e 'Commercio' (codice G) a pari merito con 59 emittenti.



**Figura 2.5**  
Segmentazione delle imprese emittenti dal 2012 al 2020 per tipologia di attività, secondo la classificazione ATECO. Campione: 671 imprese

**Figura 2.6**  
Segmentazione delle imprese emittenti per settore di attività: evoluzione dal 2018 al 2020



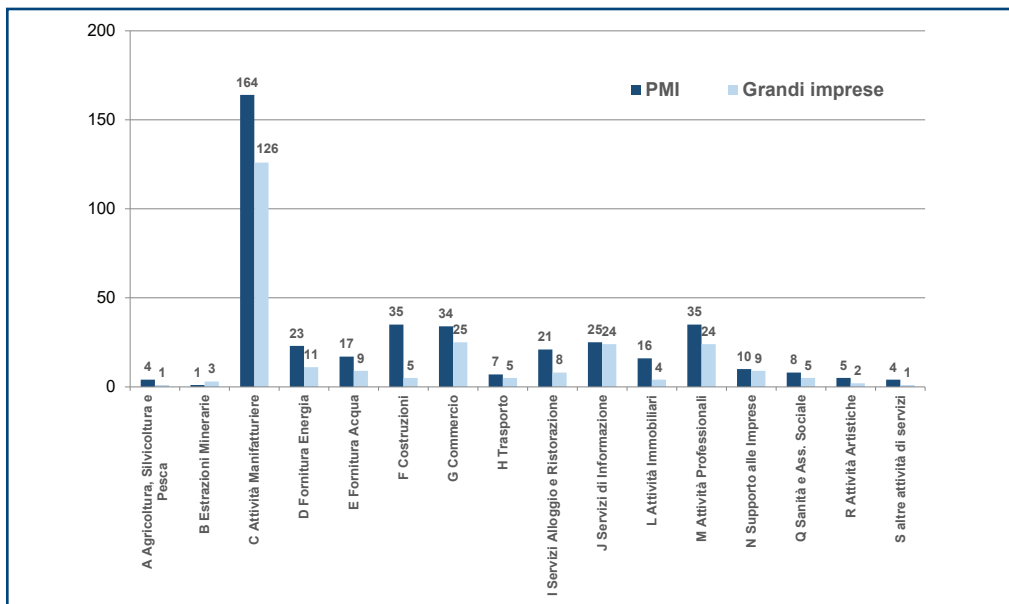
La Figura 2.6 evidenzia i cambiamenti avvenuti dal 2018 al 2020 sempre per il settore di *business*. Dopo il buon incremento del 2019, cala sensibilmente il flusso delle emittenti manifatturiere. Aumentano invece i casi nei settori delle costruzioni, del commercio, dei servizi di informazione e delle attività professionali. Come l'anno scorso, la distribuzione settoriale è condizionata da alcune operazioni di filiera, che nel 2020 hanno interessato delle categorie specifiche come il servizio idrico integrato e il turismo (si veda il Box 4.1 a pagina 57).

Osservando invece la distinzione fra PMI e grandi imprese (si veda la Figura 2.7) si confermano alcune specificità settoriali. Le PMI emittenti sono relativamente più rappresentate nei comparti: fornitura di energia, costruzioni, servizi di alloggio e ristorazione e attività immobiliari. Le grandi imprese sono più frequenti nelle estrazioni minerarie, nel commercio, nel trasporto, nei servizi di informazione e nel supporto alle imprese.

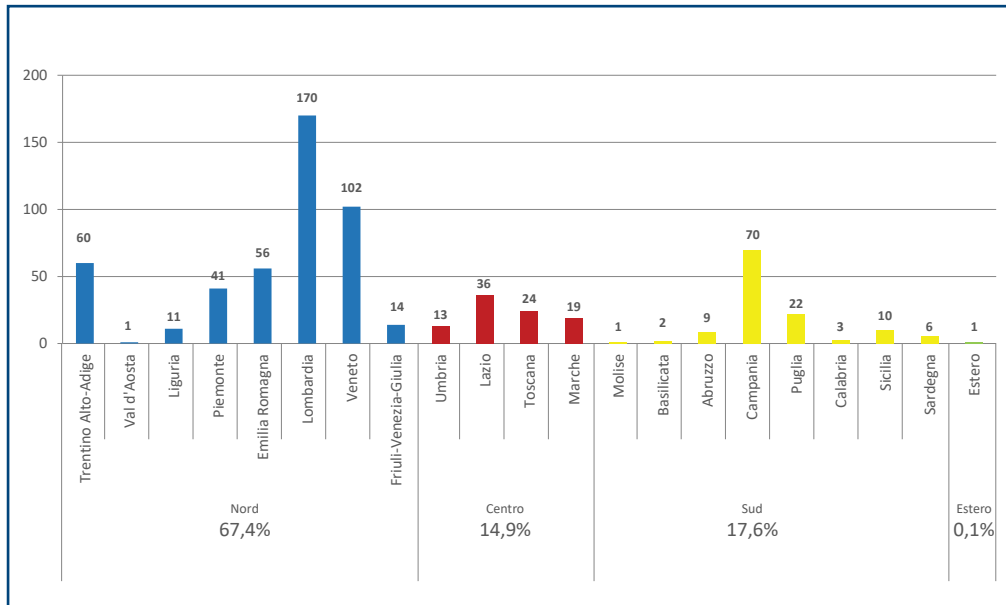
Passando ora a esaminare la localizzazione geografica delle emittenti, si conferma dall'avvio dell'industria la preponderanza delle regioni del Nord (si veda la Figura 2.8) ma il 2020 ha portato rilevanti novità, visto che la percentuale delle emittenti da Centro, Sud e Isole supera per la prima volta il 30% se misurata dall'avvio dell'industria.

In Lombardia sono localizzate 170 società emittenti (il 25,3% dell'intero campione). Si confermano al secondo posto il Veneto (con 102 imprese, pari al 15,2%) e al terzo posto il Trentino-Alto Adige (60 casi, pari all'8,9%). Nelle regioni del Centro emerge sempre il

**Figura 2.7**  
Segmentazione delle emittenti fra PMI e grandi imprese, per settore di attività. Campione: 671 imprese







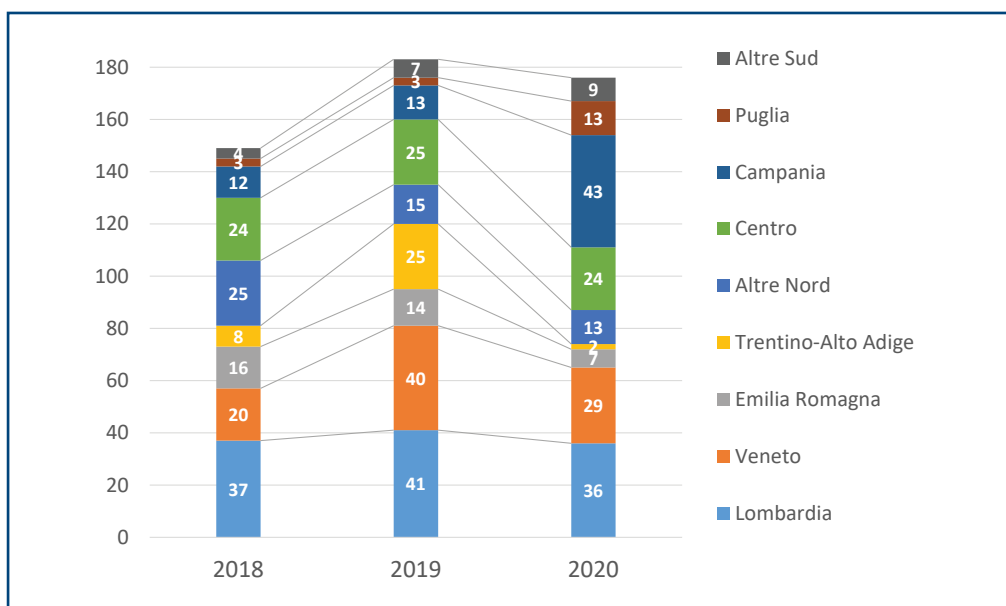
**Figura 2.8**  
Segmentazione delle emittenti di *minibond* per localizzazione geografica. Campione: 671 imprese

Lazio (con 36 imprese, ovvero il 5,4%). Nel Sud le aziende che hanno collocato *minibond* superano il Centro grazie all'*exploit* di Campania (70 aziende) e Puglia (22 casi). Sempre rispetto alla distribuzione regionale, le emittenti classificate come grandi imprese sono quasi tutte al Nord o al Centro (solo 31 grandi imprese nel Sud). Limitando le statistiche alle sole PMI, la Lombardia è sempre in testa alla classifica con 100 imprese, seguita dal Veneto (63) e balza al terzo posto la Campania (55).

Come si vede dalla Figura 2.9, in linea con quanto avevamo previsto un anno fa, nel 2020 c'è un flusso consistente di emittenti dalla Campania e dalla Puglia, conseguenza dei progetti Garanzia Campania Bond e Basket Bond Puglia avviati dalle amministrazioni regionali e che hanno visto la partecipazione come *anchor investor* della Cassa Depositi e Prestiti (si veda il Box dedicato alla prossima pagina). Il risultato è che la Campania nel 2020 è al primo posto in Italia con 43 emittenti, seguita dalla Lombardia (36) e dal Veneto (29). Buono anche il flusso dalla Puglia (13) mentre si dimezza l'Emilia Romagna (7) e quasi si azzerava il contributo del Trentino-Alto Adige (2 aziende contro le 25 del 2019).

### I costi del collocamento

Come già sottolineato negli anni scorsi, i costi del collocamento di un *minibond* sono un elemento cruciale ma non determinante nella valutazione di fattibilità, in un contesto in



**Figura 2.9**  
Localizzazione geografica delle imprese emittenti: evoluzione dal 2018 al 2020

## Box 2.1

I *minibond* fanno il pieno in Campania e Puglia...



**Vincenzo Carbonara**  
(Cassa Depositi e Prestiti)

“La crescita dell’alternative financing in Italia per supportare l’accesso al credito delle imprese e lo sviluppo di una cultura del mercato dei capitali nel segmento delle PMI sono obiettivi strategici nel nostro piano industriale e nel 2020 le risorse mobilitate a tal fine hanno dato un contributo importante nel contesto dei *minibond*”

I *basket bond* sono emissioni congiunte di *minibond* da parte di aziende che appartengono ad uno specifico *cluster*, ad esempio alla stessa filiera produttiva o allo stesso contesto geografico, fatte con l’obiettivo di raggiungere una massa critica attraente per investitori professionali, diversificando anche il rischio.

Nel 2020 questa tipologia di operazioni è stata protagonista del mercato. Due progetti in particolare hanno fatto balzare la Campania e la Puglia fra le prime regioni per numero di emissioni nelle nostre classifiche annuali.

Con il progetto Garanzia Campania Bond, nel 2020 41 PMI campane hanno emesso *minibond senior unsecured* standardizzati per: (i) scadenza (7 anni), (ii) preammortamento (tra 6 e 12 mesi), (iii) *duration* (minimo 4 anni) e (iv) impegni documentali, con ammontare complessivo pari a € 97,5 milioni. I *minibond*, dematerializzati su Monte Titoli e non quotati, sono di importo medio pari a € 2,4 milioni e compreso tra € 1 milione e € 4,5 milioni. La cedola annuale è compresa fra 2% e 2,5% ed è legata per ciascuna società emittente al *rating* rilasciato da un’agenzia autorizzata. I *minibond* sono stati sottoscritti da una società veicolo (SPV) costituita ai sensi della Legge 130/99 sulle cartolarizzazioni, con Banca Finint come Servicer. La SPV ha finanziato la sottoscrizione dei singoli titoli emettendo *asset backed securities*, sottoscritte in modo paritetico (50% ciascuno) da Cassa Depositi e Prestiti e Mediocredito Centrale-Banca del Mezzogiorno. Il raggruppamento temporaneo (RTI) costituito proprio da Mediocredito Centrale e Banca Finint è stato l’*arranger* dell’operazione.

Regione Campania, tramite Sviluppo Campania, ha messo a disposizione € 37 milioni, a valere su fondi europei POR FESR 2014-2020, come collaterale a garanzia della prima perdita (fino al 25%) sul portafoglio. Il programma può raggiungere un ammontare massimo pari a € 148 milioni entro il 31/3/2021, salvo proroghe.

In Puglia il *basket bond* voluto dalla Regione Puglia e realizzato dalla finanziaria regionale *in house* Puglia Sviluppo in collaborazione con UniCredit (in qualità di *arranger*) ha visto nel 2020 14 emissioni a scadenza 7 anni, suddivise in due fasi e con importi singoli compresi fra € 2 milioni e € 8 milioni, per una raccolta totale di € 52 milioni.

Anche in questo caso Cassa Depositi e Prestiti (CDP) e Mediocredito Centrale hanno agito in qualità di investitori istituzionali, sottoscrivendo ciascuno poco meno della metà dell’ammontare complessivo, mentre il restante 5% è stato sottoscritto da UniCredit, che ha agito anche da *originator* della cartolarizzazione. I *minibond* pugliesi prevedono una garanzia di Puglia Sviluppo pari al 25% dell’importo totale dei titoli emessi.

Al 31 dicembre 2020, il portafoglio delle due iniziative è stato complessivamente pari a € 149,5 milioni, con CDP che ha agito in qualità di *anchor investor*, sottoscrivendo fino al 50% delle emissioni complessive destinate a supportare i piani di crescita di 55 piccole e medie imprese tra Puglia e Campania.

cui il credito bancario è tuttora accessibile a costo contenuto per le imprese ‘sane’, ma non per tutte le tipologie di aziende, come evidenziato nel Capitolo 1.

I costi di emissione sono fiscalmente deducibili; il loro importo totale dipenderà sia dalle caratteristiche dell’impresa, sia dalla complessità dell’emissione, sia dagli sforzi necessari per il collocamento (se l’investitore è un fondo chiuso non sarà necessario probabilmente individuare altri canali di sottoscrizione).

Ricordiamo l’elenco delle diverse voci di costo, nell’ipotesi del collocamento presso investitori istituzionali<sup>2</sup>:

- eventuali atti notarili (ad esempio la modifica dello Statuto per le S.r.l. se non prevede la possibilità di emettere titoli mobiliari di debito) e registrazioni di contratti;
- richiesta del codice ISIN a Banca d’Italia, in caso di dematerializzazione dei titoli (l’alternativa è mantenere il certificato fisico);
- accentramento dei titoli presso un ente autorizzato (ad esempio Monte Titoli, parte del London Stock Exchange Group); questa operazione comporta un costo iniziale intorno a € 2.000 e un costo a regime annuale di circa € 1.500 (tale costo è ridotto del 50% per gli emittenti di titoli quotati su ExtraMOT PRO<sup>3</sup>); i costi di adesione alla piattaforma di gestione accentrata di Monte Titoli sono consultabili sul sito *web* nella sezione ‘Servizi agli Emittenti’; il supporto di una banca agente e di una banca pagatrice in questi casi può essere indispensabile (si veda la sezione dedicata a pagina 60);

<sup>2</sup> I costi indicati di seguito esprimono semplicemente un riferimento raccolto da operatori sul mercato, relativo ad emissioni sotto € 50 milioni; naturalmente essi possono variare da caso a caso

Nel 2020 sono proseguite le emissioni del Pluri Bond Turismo Veneto Spiagge, progetto di sistema patrocinato da Confcommercio Veneto e Confiturismo Veneto che coinvolge aziende del settore turistico balneare, in gran parte *hotel* ma anche villaggi turistici e agenzie di servizi. Nel 2020 le emissioni nell'ambito di questo programma sono state 10 per un totale di € 6,09 milioni che si somma alla raccolta di € 4,8 milioni già finalizzata nel 2019. I titoli offrono un rendimento annuale del 2% e sono stati sottoscritti da un gruppo di investitori professionali, i quali avranno in portafoglio una quota di ogni emissione. Come garanti al 100% dell'operazione sono intervenuti 4 consorzi fidi (FederAscomFidi, Confidi.net, Fidi Impresa e Turismo Veneto, FinPromoTer), il che ha consentito di fissare un costo del capitale contenuto per le emittenti, pari al 3,5% considerando il costo della garanzia. L'*arranger* dell'operazione è stato Frigiolini & Partners Merchant, che in *pipeline* ha due nuove operazioni che coinvolgono imprese associate al consorzio fidi Sviluppo Artigiano e imprese clienti di Gruppo C.R. Asti.

In Lombardia è stato annunciato il progetto sperimentale MiLoMb Minibond Innexa che prevede un bando per PMI residenti nelle province di Milano, Monza-Brianza e Lodi; esse potranno accedere a un percorso di accompagnamento e consulenza al collocamento propedeutico a un successivo contributo sotto forma di *voucher* a copertura dei costi di strutturazione ed emissione. Sempre in Lombardia, nell'agosto 2020 è avvenuto il secondo *closing* di 'ELITE Basket Bond Lombardia', il programma da € 100 milioni complessivi che Cassa Depositi e Prestiti e Finlombarda, finanziaria della Regione Lombardia, insieme a Banca Finint, hanno lanciato per finanziare i piani di sviluppo in Italia e all'estero delle imprese lombarde. L'impresa finanziata è Bomi Italia S.p.A. che ha raccolto € 15 milioni.

Fra le iniziative in partenza possiamo anche segnalare il progetto Marmo Bond - Sardinia Fintech lanciato nel 2020 dalla finanziaria regionale sarda SFIRS che, con una dotazione di € 10 milioni, andrà a supportare le emissioni e le cartolarizzazioni di *minibond* da parte delle PMI nella filiera della lavorazione della pietra.

- ottenimento di un codice BIC non trasmissivo a Swift (servizio gratuito);
- certificazione del bilancio: per una PMI il costo annuale indicativo va da € 5.000 a € 15.000 in funzione del fatturato;
- consulenza eventuale di un *advisor* finanziario all'emissione (da una *survey* condotta fra gli operatori indicativamente il costo richiesto è fra lo 0,5% e il 2% del capitale collocato);
- nomina eventuale di un *arranger* (che può anche coincidere con l'*advisor*) per l'individuazione degli investitori che sottoscriveranno i *minibond* (indicativamente il costo *una tantum* è fra 0,5% e 1,5% del capitale collocato ma possono arrivare fino al 2,5% qualora non sia presente un *advisor*);
- coinvolgimento di uno studio legale per la redazione e/o verifica dei documenti; in tal caso il costo può essere abbastanza variabile e per le operazioni di importo medio-basso si trova un costo compreso fra € 12.000 e € 22.000;
- eventuale quotazione su un listino borsistico (ad esempio per ExtraMOT PRO<sup>3</sup> si vedano i corrispettivi richiesti da Borsa Italiana esplicitati nel Capitolo 1);
- gestione del sito Internet con una eventuale sezione 'Investor relations' e in generale dell'informativa richiesta dall'investitore e/o dal listino borsistico;
- emissione eventuale del *rating*: per il primo anno l'importo indicativo è fra € 5.000 e € 15.000 per una PMI (possono anche raddoppiare per una società di maggiore dimensione); per gli anni successivi il costo si riduce di circa il 40%.

## Le motivazioni del collocamento

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

In particolare sono state identificate quattro motivazioni principali:

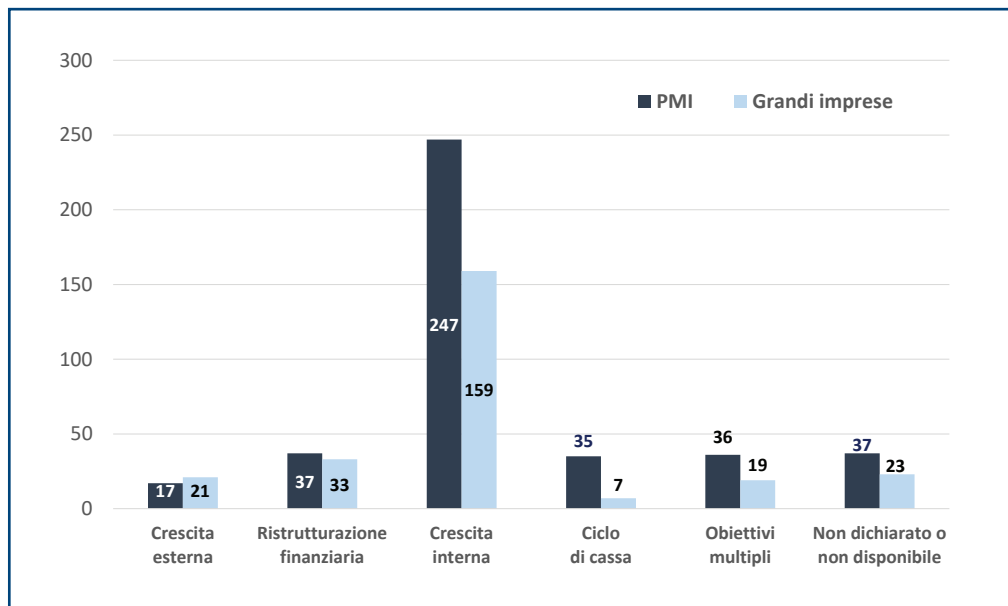
1. il finanziamento della crescita 'interna', ovvero la raccolta di capitale per sostenere gli investimenti in ricerca e sviluppo, in nuovi prodotti o l'apertura in nuovi mercati;

### Box 2.2

... ma le altre regioni non stanno a guardare!

**Figura 2.10**

Finalità dichiarate dell'emissione di *minibond* fino a € 50 milioni. Campione: 671 imprese



2. il finanziamento della crescita ‘esterna’, ovvero il sostegno a eventuali acquisizioni di altre imprese o divisioni;

3. la ristrutturazione del passivo dell’impresa, ovvero la rimodulazione del *mix* di finanziamento da terzi; in tal caso la liquidità raccolta servirà per rimborsare debiti in scadenza, ad esempio di natura bancaria;

4. il finanziamento del ciclo di cassa operativo; in tal caso il *minibond* soddisfa l’esigenza di breve termine di assicurare l’equilibrio fra incassi dei crediti e pagamento dei debiti.

La Figura 2.10 suddivide il campione totale delle imprese in funzione della motivazione principale dichiarata<sup>3</sup>. Si nota che la determinante principale è il finanziamento della crescita interna, che riguarda il 60,5% delle imprese. Seguono l’obiettivo della ristrutturazione finanziaria del passivo (10,4%) e la volontà di raccogliere capitale del capitale circolante (6,3%; si tratta delle cambiali finanziarie e dei titoli *short term*). In 38 casi (5,7%) il *minibond* viene destinato al finanziamento di future acquisizioni esterne. In 55 casi erano dichiarati obiettivi multipli, non riconducibili prevalentemente ad una delle altre voci. In 60 casi la documentazione pubblicamente disponibile era insufficiente per capire.

Se andiamo a suddividere il campione fra PMI e grandi imprese (si veda ancora la Figura 2.10), notiamo che le motivazioni legate alla crescita interna sono comuni sia alle grandi sia alle piccole-medie imprese. Queste ultime ricorrono più frequentemente ai *minibond* per finanziare il fabbisogno di breve termine, il che ci fa immaginare che abbiano più difficoltà ad ottenere credito dalle banche commerciali, mentre le grandi imprese mostrano una maggiore propensione verso le acquisizioni esterne.

### L’analisi dei bilanci

Attraverso il *database* AIDA-BVD sono stati analizzati i bilanci consolidati (o civilistici in assenza di questi) delle imprese emittenti, prima e dopo l’emissione. Coerentemente con gli obiettivi di ricerca dell’Osservatorio si è focalizzata l’attenzione solo sulle PMI del campione.

Come nei Report precedenti, per valutare l’impatto potenziale dell’emissione dei *minibond* sull’equilibrio finanziario dell’impresa nonché la sostenibilità futura (in relazione alla remunerazione del capitale), per le emittenti che avevano un bilancio depositato relativo all’anno dell’emissione (redatto in schema ordinario e non semplificato, così da poter distinguere i debiti finanziari da quelli commerciali) è stato rapportato il valore dell’emissione e degli interessi messi in pagamento nel futuro con il margine operativo lordo<sup>4</sup>. I risultati mostrano che ben 51 PMI (di cui 12 emittenti nel 2019) avevano un margine operativo lordo negativo al momento dell’emissione; 68 (di cui 15 emittenti nel 2019) mostravano un rapporto fra oneri finanziari prospettici e margine operativo superiore

<sup>3</sup> Nel caso di imprese che hanno collocato più emissioni, viene considerata la motivazione dominante fra quelle espone nei diversi round

<sup>4</sup> Questa verifica è stata possibile solo per le PMI emittenti fino all’anno 2019 (ultimo anno disponibile per i bilanci)

al 50% mentre per la stragrande maggioranza il rapporto si sarebbe mantenuto sotto il 50%. Ha senso dunque porsi il problema, specialmente per i casi più ‘critici’, della sostenibilità del debito rispetto ai piani strategici aziendali.

In secondo luogo, recuperando i dati dei bilanci 2019, si è provveduto ad aggiornare il quadro dei principali indici contabili delle PMI emittenti. La Tabella 2.1 riassume tutti i risultati per i valori medi e mediani, suddivisi per anno di emissione: l'anno 0 rappresenta quello in cui il *minibond* è stato collocato e l'analisi è svolta fino al terzo anno precedente, sempre che sia disponibile. Il numero di bilanci disponibili dopo l'emissione non è lo stesso per tutte le imprese; in particolare per le emissioni del 2019 e del 2020 arriviamo all'anno 1 e all'anno 0 rispettivamente.

Emittenti 2013-2016	Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1
ROE	3,9% (2,8%)	9,9% (4,3%)	5,7% (4,0%)	1,7% (3,7%)	-0,9% (3,8%)
ROA	0,1% (2,2%)	2,9% (2,8%)	1,7% (3,6%)	1,7% (3,0%)	2,2% (2,4%)
EBITDA / Vendite	-3,7% (10,2%)	10,4% (9,8%)	2,2% (11,0%)	14,8% (11,2%)	13,2% (10,0%)
Test acido	0,94 (0,72)	1,03 (0,80)	0,88 (0,77)	1,23 (0,98)	1,34 (0,94)
Leverage	2,72 (1,38)	1,95 (1,38)	1,99 (1,36)	1,67 (0,92)	3,58 (0,74)
Emittenti 2017	Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1
ROE	5,3% (5,9%)	4,1% (7,2%)	9,1% (8,1%)	10,3% (8,5%)	8,6% (11,0%)
ROA	3,5% (3,6%)	4,5% (4,5%)	4,8% (4,4%)	-6,6% (3,9%)	3,3% (4,4%)
EBITDA / Vendite	8,8% (8,1%)	11,9% (11,0%)	16,0% (10,8%)	19,2% (12,2%)	-17,1% (10,4%)
Test acido	0,95 (0,80)	0,91 (0,76)	1,11 (0,74)	1,33 (1,05)	1,15 (0,96)
Leverage	1,57 (1,16)	1,75 (1,56)	1,85 (1,71)	1,63 (1,23)	1,60 (0,81)
Emittenti 2018	Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1
ROE	9,7% (5,0%)	7,4% (6,4%)	9,3% (7,0%)	8,0% (5,9%)	6,2% (6,3%)
ROA	2,9% (3,5%)	3,0% (3,5%)	4,0% (3,4%)	2,6% (3,0%)	2,1% (2,7%)
EBITDA / Vendite	-1,6% (7,4%)	-2,1% (7,5%)	2,2% (7,6%)	-2,8% (7,8%)	-2,9% (7,0%)
Test acido	0,89 (0,85)	1,06 (0,80)	0,98 (0,77)	1,27 (0,85)	1,09 (0,84)
Leverage	2,06 (1,75)	1,65 (1,54)	1,53 (1,13)	1,40 (1,44)	1,82 (1,26)
Emittenti 2019	Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1
ROE	5,8% (6,4%)	9,1% (7,0%)	9,5% (7,6%)	6,3% (5,9%)	-
ROA	1,6% (3,4%)	4,2% (3,3%)	4,2% (3,2%)	3,1% (2,8%)	-
EBITDA / Vendite	-1,2% (8,2%)	5,7% (9,5%)	8,2% (8,9%)	4,0% (8,4%)	-
Test acido	1,03 (0,76)	0,99 (0,78)	0,88 (0,75)	1,11 (0,79)	-
Leverage	2,24 (1,71)	2,06 (1,82)	1,82 (1,76)	1,85 (1,48)	-
Emittenti 2020	Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1
ROE	7,1% (6,0%)	11,2% (8,8%)	9,7% (7,3%)	-	-
ROA	4,1% (3,9%)	0,8% (4,1%)	4,7% (4,0%)	-	-
EBITDA / Vendite	7,9% (8,3%)	10,2% (8,7%)	1,9% (8,7%)	-	-
Test acido	1,01 (0,88)	1,09 (0,88)	1,06 (0,87)	-	-
Leverage	1,67 (1,31)	1,67 (1,15)	1,62 (1,17)	-	-

Si comincia dagli indicatori di redditività: *return on assets* (ROA) definito come margine operativo netto su totale dell'attivo, e *return on equity* (ROE) ovvero utile netto su patrimonio netto. I valori medi sono fortemente influenzati da singoli casi particolari; riteniamo che i valori mediani siano più rappresentativi. I dati evidenziano un lieve ma generalizzato miglioramento degli indici prima dell'emissione. Non si osservano però dei *trend* dominanti prima dell'emissione; la varianza sembra più che altro legata al ciclo economico che ha caratterizzato gli anni in questione.

Per quanto riguarda invece la marginalità operativa esaminiamo il rapporto fra EBITDA (margine operativo lordo) e vendite da fatturato. Le medie sono a volte negative e condizionate da alcuni valori estremi, ma le mediane sembrano indicare un lieve aumento della marginalità prima del collocamento, meno marcato per le emittenti del 2019.

**Tabella 2.1**

Indici di bilancio prima e dopo l'emissione di *minibond* (l'anno 0 è quello del collocamento). Valori medi (fra parentesi i valori mediani). Campione: 410 PMI emittenti di *minibond* fino a € 50 milioni. Fonte: AIDA-BVD



**Francesca Bartoli**  
(Epic SIM)

“Anche in un anno difficile come il 2020, i *minibond* si confermano uno strumento chiave per finanziare la crescita, tanto per le imprese più strutturate quanto per quelle di dimensioni minori. Per il futuro occorre continuare a lavorare sulla creazione di un ampio ecosistema a supporto dell'economia italiana, in cui finanza tradizionale e *fintech* collaborino alla creazione di un marketplace per PMI ad alto potenziale”



**Box 2.3**

Aggiornamento sui casi di ristrutturazione e ridiscussione dei prestiti

Come evidenziato nel Capitolo 1, la pandemia legata al Covid-19 rappresenta uno *stress-test* impegnativo per le emittenti di *minibond*. In attesa dei dati sui bilanci del 2020, negli ultimi mesi non si registrano situazioni allarmanti. TSW Industries Srl, emittente di 4 *minibond* fra il 2018 e il 2019, nel 2020 ha depositato una richiesta di concordato preventivo cui però non è seguita l'ufficializzazione di una proposta, con il conseguente ritiro.

Sono diverse le società che hanno chiesto agli investitori di modificare le condizioni dei regolamenti dei prestiti (ad esempio Clabo SpA, Energetica SpA, Velier SpA).

Nel frattempo proseguono le vicende legate a episodi precedenti. A fine agosto 2020 la Corte d'appello di Venezia ha accolto l'istanza avanzata da Banca Finint, Finint Investments SGR e Banco delle Tre Venezie, che non hanno accettato i termini del concordato preventivo di Pasta Zara concesso dal Tribunale di Treviso. Il piano prevedeva la restituzione ai creditori di poco più della metà dei *minibond*, grazie ai proventi della vendita dello stabilimento a Barilla finalizzata a ottobre.

Passando agli indicatori di liquidità, ecco il 'test acido' (*quick ratio*), ovvero il rapporto fra attivo circolante al netto delle scorte e passività a breve termine. Si tratta di un indicatore della capacità dell'impresa di 'coprire' gli impegni di spesa nel breve termine attraverso le attività più facilmente liquidabili (cassa, titoli finanziari a breve e crediti commerciali). Non sembra che le emittenti arrivino all'appuntamento dell'emissione obbligazionaria in situazioni di difficoltà finanziaria (il valore mediano è quasi sempre superiore a 0,75); questo è coerente con le dichiarazioni di molti imprenditori, i quali vedono nel *minibond* uno strumento complementare ad altri fonti finanziarie, da 'testare' per acquisire dimestichezza con il mercato dei capitali.

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

La Tabella 2.2 riporta la distribuzione per quartili del tasso di crescita medio del fatturato consolidato, definito dal *compounded annual growth rate* (CAGR), a cavallo dell'emissione del *minibond*. Il campione è costituito da 344 PMI che hanno raccolto dal 2013 al 2019.

**Tabella 2.2**  
Compounded annual growth rate (CAGR) dei ricavi consolidati prima dell'emissione.  
Campione: 344 PMI emittenti di *minibond* sotto € 50 milioni.  
Fonte: AIDA BVD

	Emissioni 2013-2016 (-3, +3)	Emissioni 2017 (-3, +2)	Emissioni 2018 (-3, 1)	Emissioni 2019 (-3, 0)
Valore medio	+8,9%	+10,8%	+11,2%	+9,0%
Primo quartile	-1,2%	+0,5%	+2,3%	+1,8%
Valore mediano	+3,3%	+5,3%	+6,1%	+5,8%
Terzo quartile	+11,5%	+13,5%	+16,2%	+11,6%

Si nota che il valore medio è positivo per tutti i *cluster* analizzati ed è abbastanza simile (compreso fra +8,9% e +11,2%). Possiamo quindi confermare che le PMI che collocano *minibond* mediamente crescono in misura significativa già prima della raccolta di capitale. I valori del primo quartile sono prossimi a zero, il che implica che per circa il 25% delle imprese del campione non si registra una crescita significativa del fatturato consolidato. I valori del terzo quartile sono abbastanza elevati soprattutto per le emittenti del 2017 e del 2018, a indicare che un quarto delle imprese registra tassi medi annuali di crescita superiori ai valori indicati, quindi molto interessanti.

Sulla base delle interviste condotte finora (si veda ad esempio il Box 2.4 qui a fianco, che riporta alcuni casi di emittenti del 2020), pensiamo che non ci sia un'evidenza di un

**CIB Unigas SpA**

Fondata nel 1972, CIB Unigas ha sede a Campodarsego (PD) ed è specializzata nella progettazione e assemblaggio di bruciatori a bassissima emissione inquinante. Da poco l'azienda ha completato con successo la fase di ricambio generazionale e nel 2018 è entrato nel capitale azionario con una quota di minoranza FVS SGR (operatore di *private equity* controllato da Veneto Sviluppo). Il gruppo ha chiuso il 2020 con un fatturato di circa € 32,9 milioni, di cui il 90% realizzati all'estero. Nel 2020 ha collocato il suo primo *minibond* da € 6,5 milioni (scadenza 7 anni, *amortizing*, cedola 3,5%), di cui Banca Finint è stata *arranger*. L'introito servirà per supportare il consolidamento della presenza all'estero, come sottolinea il presidente Filippo Pancolini.

**Eurosintex Srl**

Eurosintex è nata nel 1996, ha sede a Ciserano (BG) ed è attiva nella produzione di contenitori e di sistemi informatizzati integrati per la raccolta dei rifiuti solidi urbani. I suoi clienti sono enti pubblici e società *multi-utility* ed anche per questo motivo l'equilibrio finanziario della gestione è un parametro particolarmente importante. Nel maggio 2020, la società ha raccolto € 1,5 milioni con un *minibond*, scadenza 2025, cedola annuale 3,3%. "Abbiamo voluto differenziare le fonti di finanziamento con questa operazione - dice il presidente Angelo Martina - utile a supportare la crescita della società nel medio termine". *Arranger* e sottoscrittore dell'operazione (che ha ottenuto la garanzia europea InnovFin del Fondo Europeo degli Investimenti) è stato Mediocredito Trentino-Alto Adige.

**Innovative-RFK SpA**

Innovative-RFK è una *holding* di investimento nel capitale di *startup* e PMI innovative. La società si è quotata nel dicembre 2019 su Euronext Access e per cofinanziare il *budget* degli investimenti ha lanciato nel 2020 un prestito obbligazionario a scadenza 5 anni, *amortizing*, cedola annuale 6% pagata ogni semestre, con *rating* B1+ emesso da modefinance.

Il *minibond* della *holding* è stato uno dei primi a essere collocato sul portale autorizzato di *equity crowdfunding* Crowdfundme.it, raccogliendo € 1,29 milioni da 35 investitori. Secondo il fondatore Paolo Pescetto, "l'esperienza è stata molto positiva e la società tornerà nel 2021 con una seconda emissione, che prevederà un meccanismo innovativo: una parte della remunerazione andrà ad iniziative di sostegno sociale".

**IRR Caserta Srl**

IRR Caserta è il veicolo promosso dal Gaia Energy che investirà in 11 impianti fotovoltaici e un impianto da trigenerazione da costruirsi su tetti e all'interno di capannoni industriali di PMI localizzate in varie regioni d'Italia, per una potenza nominale complessiva di 5,8 MW.

Nel dicembre 2020 la società si è finanziata con un *minibond* da € 5 milioni sottoscritto dall'Italian Green Bond Fund gestito da Foresight Group. L'emissione, come accade spesso per i *project bond* che finanziano infrastrutture, ha scadenza molto 'lunga' (2041); è un titolo *callable* e *amortizing*; paga una cedola indicizzata all'Euribor ed è quotato su ExtraMOT PRO<sup>3</sup>. Sottolinea Gianpaolo Castellano di Gaia Energy: "la nostra *mission* è da sempre basata sulla diffusione delle energie rinnovabili e dell'efficientamento energetico: è per questo che scegliamo una finanza di progetto in grado di aggregare investitori che credono, valorizzano e promuovono il *green*."

**Lucaprint SpA**

La vicentina Lucaprint opera nel settore del *packaging* da oltre 65 anni realizzando imballi di qualità in cartoncino riciclato o da fibre vergini. Nel corso del tempo ha acquisito diverse cartotecniche in Veneto, Friuli e Piemonte arrivando a un fatturato nel 2019 pari a € 17,6 milioni. Nel 2019 ha aderito al progetto Elite di Borsa Italiana. Nel dicembre 2020 ha emesso il suo terzo *minibond*, con scadenza 30 novembre 2021, cedola del 3,85%, per un importo di € 1 milione sottoscritto sulla piattaforma Fundera. *Arranger* del collocamento è stato Frigiolini & Partners Merchant. "Dopo il successo delle due precedenti emissioni - dice il presidente Alberto Luca - abbiamo deciso di proseguire il percorso di diversificazione finanziaria perché riteniamo un valore promuovere la conoscenza di Lucaprint nel mondo finanziario, e questa scelta è stata molto apprezzata dai tutti i nostri *stakeholder*: fornitori, clienti, collaboratori".

**Neosperience SpA**

Neosperience è una PMI innovativa bresciana quotata dal febbraio 2019 su AIM Italia, attiva nel settore dell'innovazione digitale. I ricavi consolidati dal bilancio chiuso al 30/6/2020 ammon-

**Box 2.4**

Casi di studio di emittenti di *minibond* nel 2020



**Filippo Pancolini**  
(CIB Unigas SpA)



**Angelo Martina**  
(Eurosintex Srl)



**Paolo Pescetto**  
(Innovative-RFK SpA)



**Gianpaolo Castellano**  
(Gaia Energy)



**Alberto Luca**  
(Lucaprint SpA)



**Dario Melpignano**  
(Neosperience SpA)

tano a € 7,1 milioni. Lo scorso dicembre la società ha emesso un *minibond* da € 3 milioni con scadenza 2025, parzialmente assistito da garanzia statale. Gli investitori istituzionali sono stati individuati attraverso la piattaforma di Epic SIM, che ha agito in qualità di *arranger* dell'operazione, mentre Azimut Enterprises è stato l'*advisor* finanziario. Sottolinea il CEO dell'azienda, Dario Melpignano: "l'emissione di un *minibond* ci fornisce nuove importanti risorse per accelerare il percorso di crescita. Il nostro obiettivo è costruire il più rilevante polo *digital* in Italia, per poi affermarci in Europa".

rapporto causa-effetto fra emissione di *minibond* e crescita del fatturato; appare invece che il collocamento sia un 'di cui' nella strategia di sviluppo dell'impresa, iniziata negli anni precedenti.

I vantaggi che vengono più spesso citati in relazione all'esperienza dell'emissione sono:

1. l'acquisizione di competenze complementari sul mondo della finanza mobiliare e su come rapportarsi con il mercato del capitale, prima non disponibili nel *know-how* aziendale;
2. un maggiore potere contrattuale verso le banche e la possibilità di diversificare le fonti di finanziamento, assicurandosi una 'scorta' di capitale per il medio-lungo termine;
3. un non trascurabile effetto di *marketing*, legato alla diffusione della conoscenza dell'azienda, dei suoi prodotti e dei suoi servizi, con un effetto di 'certificazione' verso fornitori e clienti e di incremento del prestigio dell'azienda e degli imprenditori;
4. un utile 'allenamento' in preparazione a possibili operazioni più complesse sul mercato mobiliare, come *private equity* e quotazione in Borsa, reso possibile anche grazie all'ingresso in una *community* costituita da investitori professionali ed altre imprese emittenti.



### 3. Le emissioni

Dopo avere esaminato nel Capitolo precedente le caratteristiche delle imprese emittenti, possiamo ora alla rassegna delle caratteristiche delle emissioni dei *minibond* italiani, con l'aggiornamento delle operazioni registrate nel corso del 2020.

#### La tassonomia dei *minibond*

Nonostante lo strumento tecnico sia sempre lo stesso (un titolo obbligazionario), le operazioni di *minibond* sono in realtà assai eterogenee, per almeno tre ragioni:

- 1) possono finanziare progetti molto diversi: aziende già attive o veicoli costituiti *ad hoc* per acquisizioni o investimenti finanziari (casistica esclusa dalla nostra ricerca);
- 2) possono essere sottoscritte da un unico investitore, che magari è anche l'*originator* dell'operazione, oppure destinate a più sottoscrittori, attraverso reti e canali che si stanno ampliando (lo testimonia l'avvio della distribuzione sui portali di *equity crowdfunding*),
- 3) i titoli possono essere dematerializzati e magari quotati su un mercato borsistico, oppure emessi con certificato fisico (casistica non frequente).

Per questi motivi, l'anno scorso abbiamo introdotto una tassonomia che riproponiamo in Tabella 3.1, elaborata sulla base dell'osservazione delle dinamiche del mercato e utilizzando le chiavi di classificazione sopra menzionate.

	Sottoscritti dallo stesso <i>originator</i>	Sottoscritti da un unico investitore (*)	Sottoscritti da più investitori (*)	Cartolarizzati
Quotati su un listino borsistico	<i>Minibond 'captive'</i>	<i>Minibond listed 'single deal'</i>	<i>Minibond listed 'club deal'</i>	<i>Basket bond</i>
Non quotati		<i>Minibond private 'single deal'</i>	<i>Minibond private 'club deal'</i>	

**Tabella 3.1**

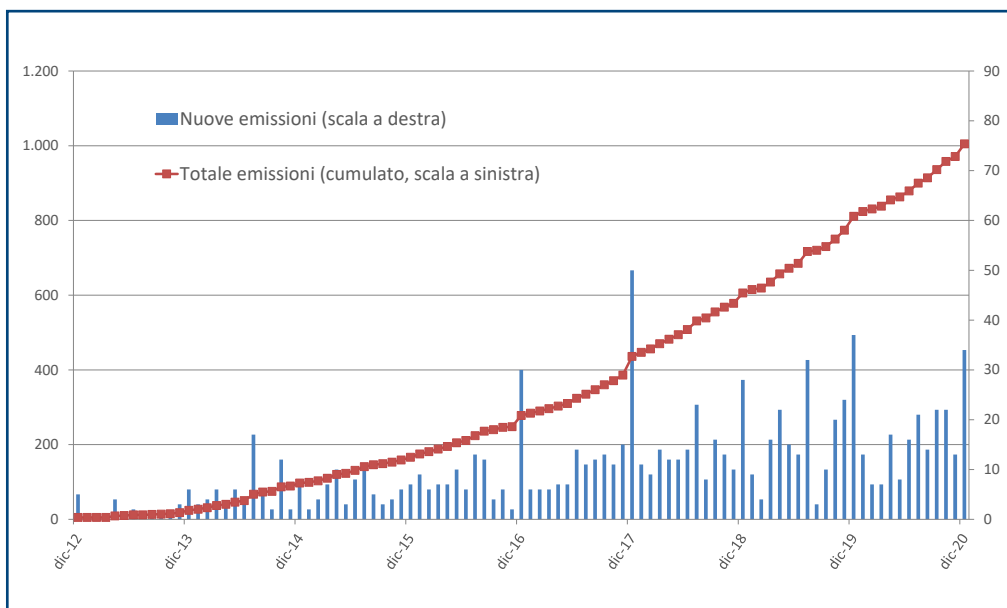
Una proposta di tassonomia dei *minibond*

(\*) oltre all'eventuale *originator*

La prima categoria di *minibond* individuati è quella *'captive'*. Si tratta di operazioni dove l'investitore coincide (o fa parte dello stesso gruppo) con l'*originator* dell'operazione, ovvero con chi ha affiancato l'impresa nella strutturazione dell'operazione. Tipicamente l'*originator* è un'istituzione bancaria, che già intrattiene rapporti con l'emittente e che lo accompagnerà in questa prima tappa di percorso verso il mercato del capitale. Nella maggioranza dei casi il *minibond* non è quotato, ma ci sono anche casi di quotazione in Borsa, magari nella misura in cui la banca potrebbe redistribuire a sua volta il titolo fra altri investitori. Nel panorama complessivo, si tratta delle operazioni che sono più simili ad un tradizionale prestito bancario.

Un secondo tipo di operazioni sono quelle in cui invece l'*originator* non coincide con l'investitore. Si tratta di operazioni costruite secondo una logica di mercato competitivo, dove il sottoscrittore potrebbe essere un unico soggetto (tipicamente un fondo di *private debt* o un investitore istituzionale specializzato) piuttosto che più soggetti (investitori professionali affiancati magari da soggetti di emanazione pubblica, che raramente investono nel 100% di un'emissione). Chiamiamo le operazioni del primo tipo *'single deal'* e quelle del secondo tipo *'club deal'*. In entrambi i casi, specialmente nel secondo, i titoli possono essere quotati (*'listed'*) oppure no (*'private'*). I *minibond 'listed club deal'* sono quelli che si avvicinano di più alle pratiche del mercato mobiliare, perché coinvolgono una pluralità di investitori (come nelle operazioni di *book building* dei *private place-*

**Figura 3.1**  
Flusso temporale delle emissioni di *minibond* dal 2012 al 2020 (emissioni sotto € 50 milioni)

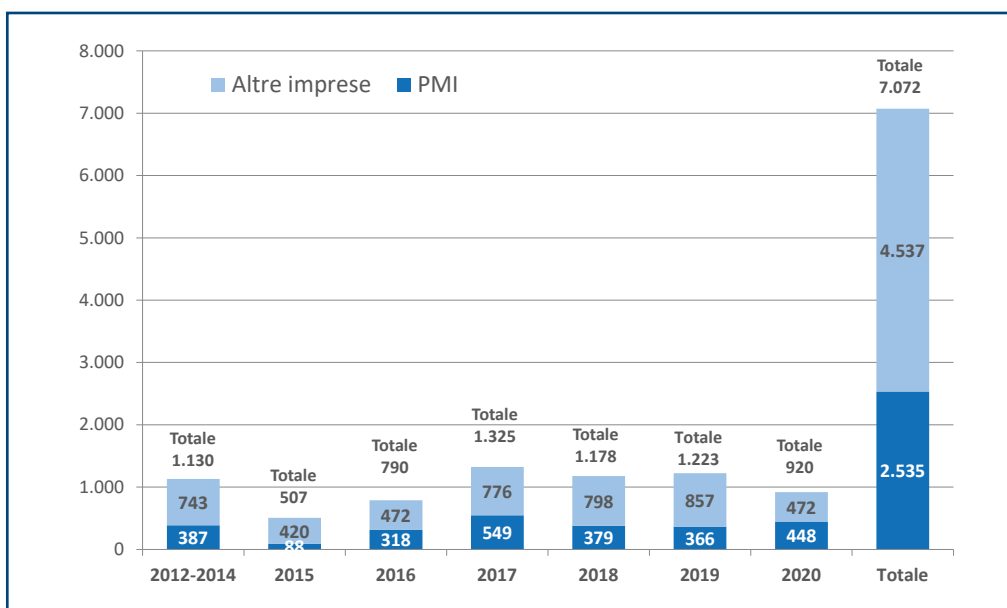


ment), offrono maggiori opportunità di liquidità e richiedono all'emittente di adottare pratiche evolute di *governance* e di pubblicità delle informazioni. Infine, esistono operazioni finalizzate esplicitamente alla creazione di *asset backed securities*, ovvero di titoli cartolarizzati emessi da veicoli appositamente creati, che potranno essere quotati o no (*'basket bond'*).

### Le emissioni fino al 2020: statistiche descrittive

Le emissioni di *minibond* censite dall'Osservatorio durante l'anno 2020 di importo inferiore a € 50 milioni, in linea con la definizione adottata nel Capitolo 1, risultano essere 194. L'elenco completo è riportato in Appendice. Nel corso dell'anno precedente, si erano registrate invece 205 emissioni; il lieve calo pari al 5,4% è imputabile solo al primo semestre dell'anno, poiché il numero di emissioni del secondo semestre 2020 è esattamente uguale a quello dello stesso periodo del 2019. L'ultimo mese di dicembre registra un ottimo numero di emissioni (34, il terzo maggior valore mensile nella storia di sempre). A partire dal 2012 disponiamo di un campione complessivo di 1.005 collocamenti. La Figura 3.1 aggiorna a fine anno l'andamento temporale cumulato delle emissioni di *minibond*, a partire dall'entrata in vigore delle riforme iniziate con il Decreto 'Sviluppo' del 2012. Si conferma che, pur nella situazione peculiare della crisi Covid-19, i *minibond*

**Figura 3.2**  
Flusso temporale del controvalore di emissioni di *minibond* fino al 31 dicembre 2020. Dati in € milioni. Campione: 1.005 emissioni sotto € 50 milioni



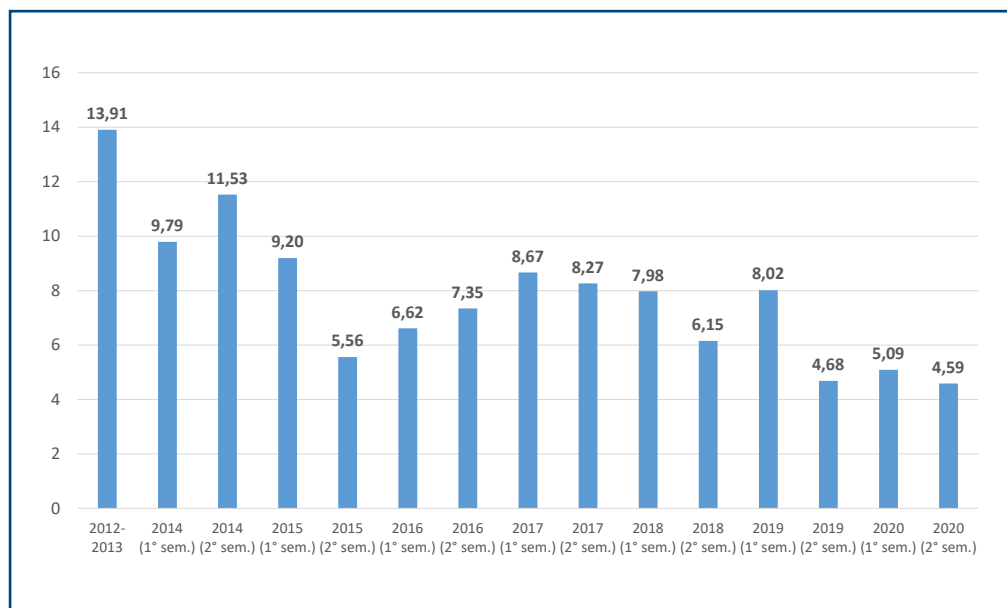


Figura 3.3

Valore nominale medio delle emissioni di *minibond* in ogni semestre (dati in € milioni).

Campione: 1.005 emissioni sotto € 50 milioni

hanno ormai conquistato un proprio spazio ‘stabile’ sul mercato.

Per quanto riguarda la tipologia di strumenti finanziari, si tratta nella grande maggioranza di casi di obbligazioni. Abbiamo però anche 25 cambiali finanziarie sotto € 50 milioni, pari al 2,5% del campione, che sono ormai molto rare sul mercato (nel 2020 abbiamo registrato solo una emissione, quella di Cordifin SpA).

La Figura 3.2 descrive invece il flusso annuale rispetto al controvalore delle emissioni. Il valore nominale totale raggiunto a fine 2020 è pari a € 7,07 miliardi; il contributo di flusso relativo al solo 2020 è stato pari a € 920 milioni, il più basso dal 2016. Se teniamo conto solo delle emissioni effettuate da PMI, il totale scende a € 2,53 miliardi (con un contributo nel 2020 di € 448 milioni, che invece risulta in aumento rispetto al 2019). Come già intuito dai dati delle emittenti nel capitolo precedente, il 2020 si caratterizza per una ulteriore riduzione della taglia media di emissione rispetto al passato.

La Figura 3.3 aggiorna i dati del controvalore medio delle emissioni per semestre, che nel 2020 si è stabilizzato fra € 4,5 milioni e € 5 milioni, in linea con la tendenza di fine 2019. In effetti nel corso del 2020 le emissioni sopra la soglia di € 25 milioni sono state abbastanza rare; ne contiamo 5 contro le 8 del 2019. Nel secondo semestre 2020 il valore medio delle emissioni tocca il minimo storico (€ 4,59 milioni).

La Figura 3.4 disaggrega il profilo temporale delle emissioni rispetto alla dimensione dell'azienda (PMI o grande impresa). In totale le emissioni fatte da PMI sono 594 (il

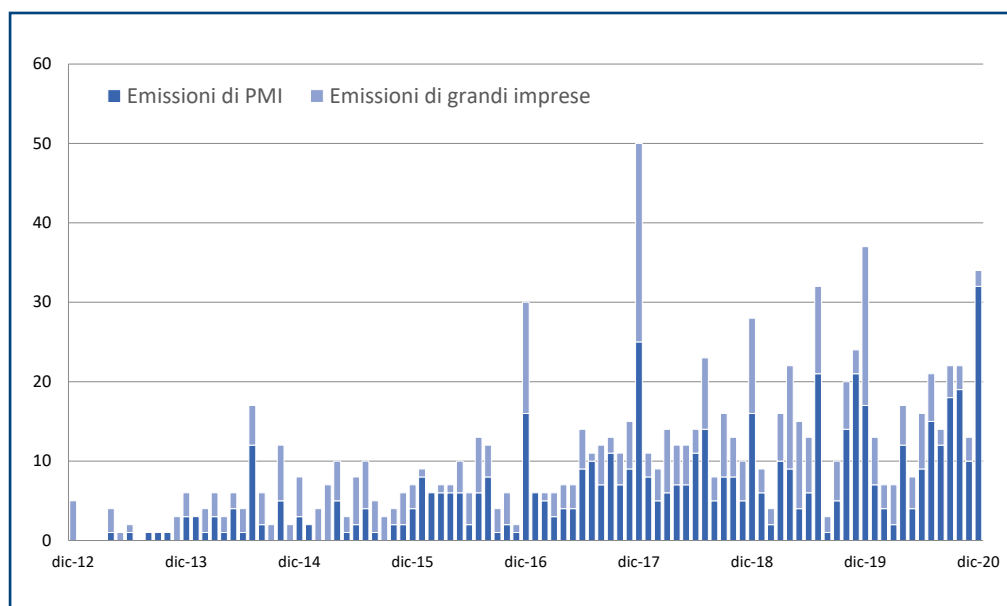
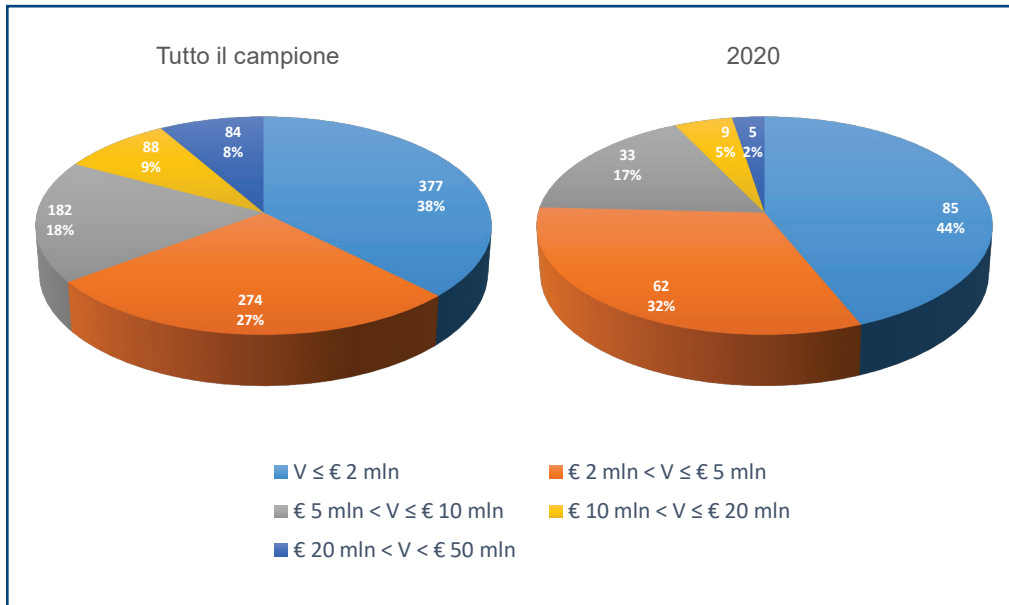


Figura 3.4

Flusso temporale delle emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni rispetto alla dimensione dell'impresa emittente (PMI o grande impresa)

**Figura 3.5**

Distribuzione del controvalore nominale delle singole emissioni. Confronto fra il campione complessivo di 1.005 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni e il campione del 2020 (194 emissioni)



59,1%) contro le 411 fatte da grandi imprese (pari al 40,9%). Nel 2020 la frazione di emissioni condotte da PMI è stata pari al 74,2%, mentre nel 2019 era stata molto più bassa (il 56,4%). Possiamo immaginare che questo cambiamento sia legato alle logiche di funzionamento delle garanzie pubbliche potenziate nel 2020, che tendono a favorire le PMI. Come tutti gli anni si nota un incremento del flusso di emissioni verso dicembre.

Il valore medio del collocamento effettuato dalle PMI è pari a € 4,27 milioni, mentre quello effettuato dalle grandi imprese è pari a € 11,40 milioni. La media complessiva sulle 1.005 osservazioni è pari a € 7,04 milioni.

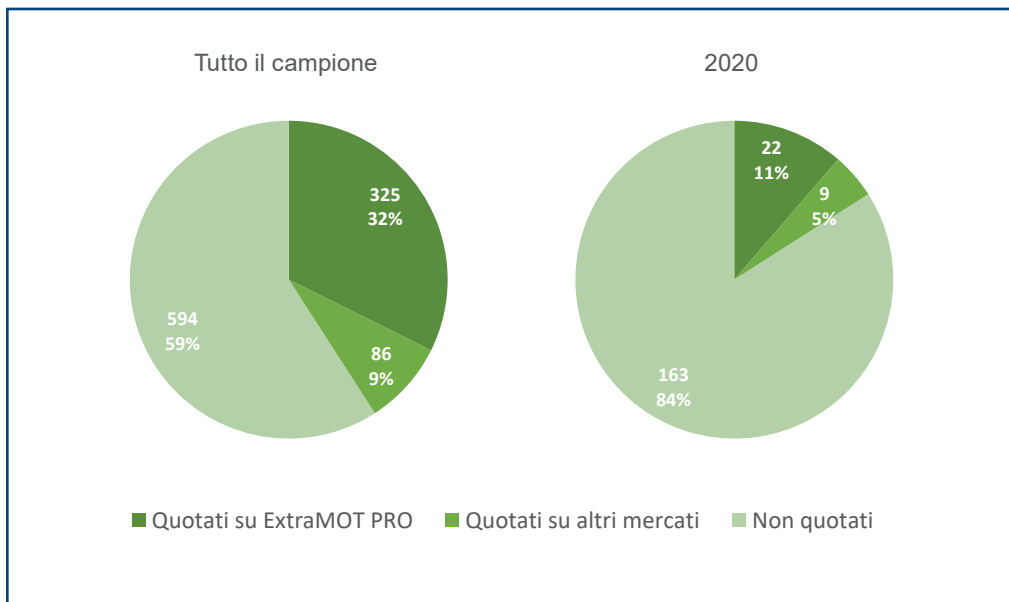
Le emissioni condotte da società con capitale di rischio quotato su un mercato borsistico azionario sono una minoranza: si tratta di 88 collocamenti (l'8,7% del campione, di cui 12 nel 2020) mentre la maggioranza dei *minibond* è stata emessa da imprese non quotate (917 casi, pari al 91,3%).

La distribuzione del controvalore delle singole emissioni è riportata nella Figura 3.5, dove si nota che il 38% dei *minibond* del campione totale ha un valore di collocamento minore o uguale a € 2 milioni, mentre il 27% ha un valore compreso fra € 2 milioni e € 5 milioni. Se guardiamo però solo al 2020 le percentuali aumentano rispettivamente al 44% e al 32%. Negli ultimi 12 mesi i *minibond* con valore superiore a € 20 milioni sono solo il 2%, mentre nel campione totale quadruplicano fino all'8%.

Un'ultima nota statistica riguarda la quotazione su un mercato borsistico dei 1.005

**Figura 3.6**

Quotazione dei *minibond* su un mercato borsistico. Confronto fra il campione complessivo di 1.005 emissioni di *minibond* e il campione del 2020 (194 emissioni)



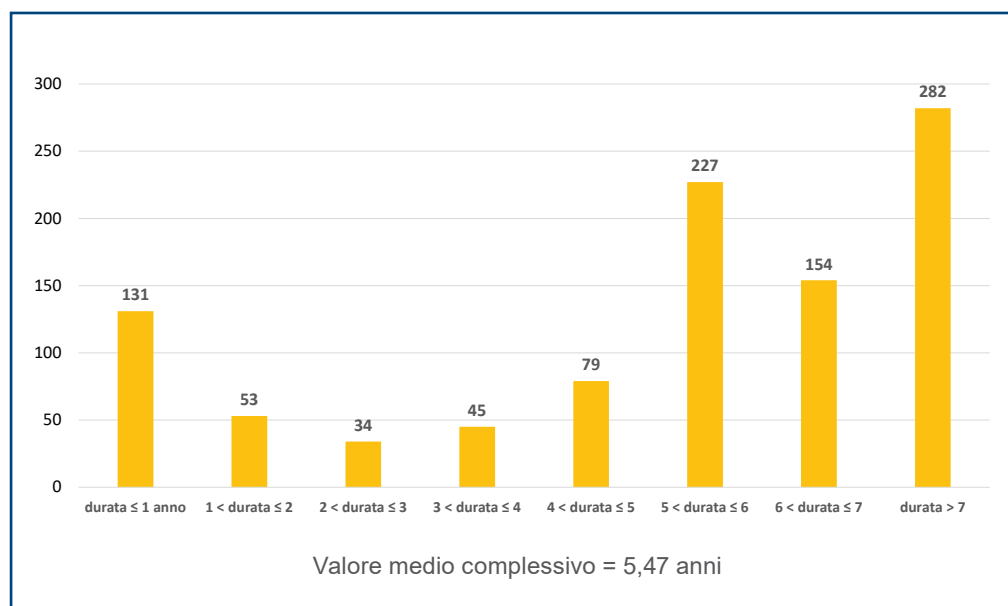
*minibond* censiti (si veda la Figura 3.6); 593 non sono stati quotati (pari al 59%) mentre 325 (il 32%) sono stati quotati da Borsa Italiana sul segmento ExtraMOT PRO o su ExtraMOT PRO<sup>3</sup> e infine 86 (9%) sono stati quotati su altri mercati esteri (in genere Austria, Lussemburgo, Irlanda).

In realtà se si considerano solo le emissioni del 2020 (parte destra della Figura 3.6) le non quotate sono 163 (84%, in buon aumento rispetto all'anno scorso) e le quotate sul listino professionale milanese sono 22 (11%); solo 9 invece (il 5%, percentuale in discesa rispetto al 2019) hanno scelto una borsa straniera. Continua a rafforzarsi dunque la non propensione alla quotazione del titolo. Come affermato in passato, questo fenomeno può essere legato alla regolamentazione MAR (*market abuse regulation*, Regolamento europeo 596/2014) che a partire dal 2016 impone una serie di adempimenti e obblighi aggiuntivi per le emittenti anche sui mercati non regolamentati, che appaiono sproporzionati rispetto ai *minibond*. Da questo punto di vista sarebbe auspicabile una revisione della normativa nella direzione di una maggiore proporzionalità verso le PMI. Un secondo motivo è legato alla diffusione dei titoli '*captive*' originati e sottoscritti da banche, per i quali l'interesse alla quotazione è probabilmente minore. Infine, gli operatori segnalano che la quotazione difficilmente si coniuga con le opportunità offerte dal Fondo di Garanzia, perché la trasferibilità della garanzia da un investitore a un altro non è automatica, quindi occorre o limitarne la circolazione a investitori eleggibili o addirittura prevedere una doppia linea di quotazione per soggetti ammissibili alla garanzia e non. Anche in questo caso sarebbe auspicabile un intervento normativo, prendendo esempio da 'Garanzia Italia' di SACE che è invece trasferibile senza complessità.

### Scadenza e remunerazione offerta

Passiamo ora ad analizzare la scadenza dei *minibond* del campione, nonché la remunerazione offerta al mercato. Per quanto riguarda la scadenza, la Figura 3.7 suddivide il campione in diverse fasce. Rispetto al passato, balza all'occhio che la maggioranza dei titoli ha una scadenza superiore a 7 anni (282 casi, pari al 28%). Ciò è legato al fatto che nel 2020 ci sono state diverse emissioni con scadenza abbastanza 'lunga', tesi a finanziare infrastrutture; un esempio è la nuova emissione di *basket bond* legata a Viveracqua Hydrobond (si veda il Box 4.1 a pagina 57). Abbiamo poi 227 titoli (23% del totale) con scadenza fra 5 e 6 anni. Si conferma che le *maturity* comprese fra 1 e 4 anni sono invece le meno frequenti. Il valore medio complessivo è salito a 5,47 anni.

La Figura 3.8 mette in luce l'evoluzione nel corso del 2020. Oltre alle già citate nuove emissioni con scadenza nel lungo termine (sono ben 94) si vede un 'crollo' delle emissioni fra 5 e 6 anni e un lieve aumento di quelle comprese fra 6 e 7 anni. Si può pensare che



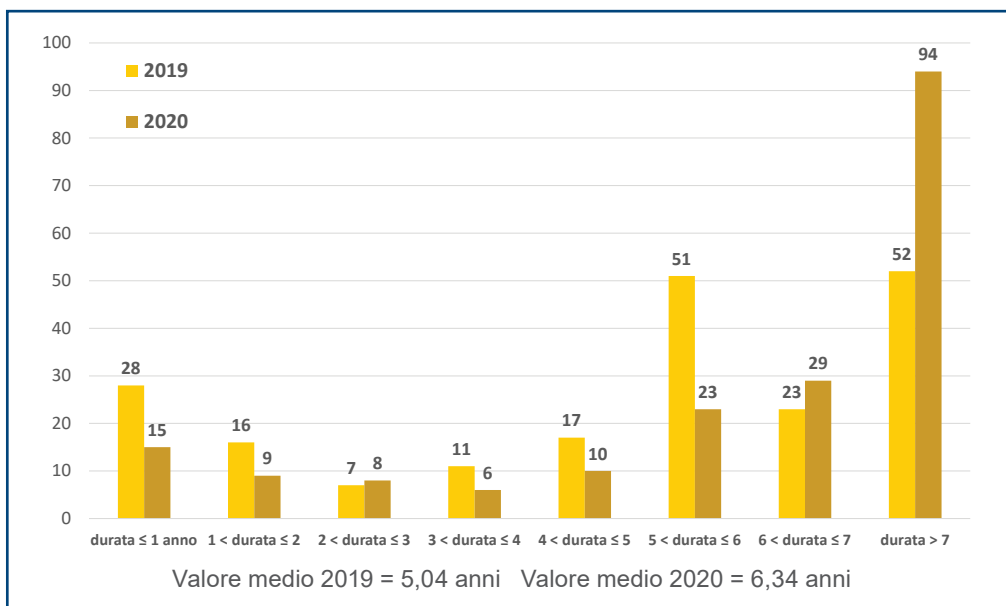
**Alessandro Mallo**  
(UniCredit)

*“In questo contesto di emergenza straordinaria, con imponenti interventi pubblici a supporto delle PMI principalmente sotto forma di garanzie ai prestiti bancari, il mercato dei minibond è rimasto particolarmente attivo sia per quanto riguarda le emissioni singole che quelle di portafoglio, segnale evidente di una crescente maturità finanziaria delle PMI, che si orientano sempre più verso forme di finanziamento innovative, nonché di tutto il sistema volto a facilitarne l'accesso al mercato dei capitali”*

**Figura 3.7**  
Distribuzione complessiva della scadenza del titolo. Campione: 1.005 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni

**Figura 3.8**

Distribuzione della scadenza dei *minibond*: confronto fra 2019 e 2020



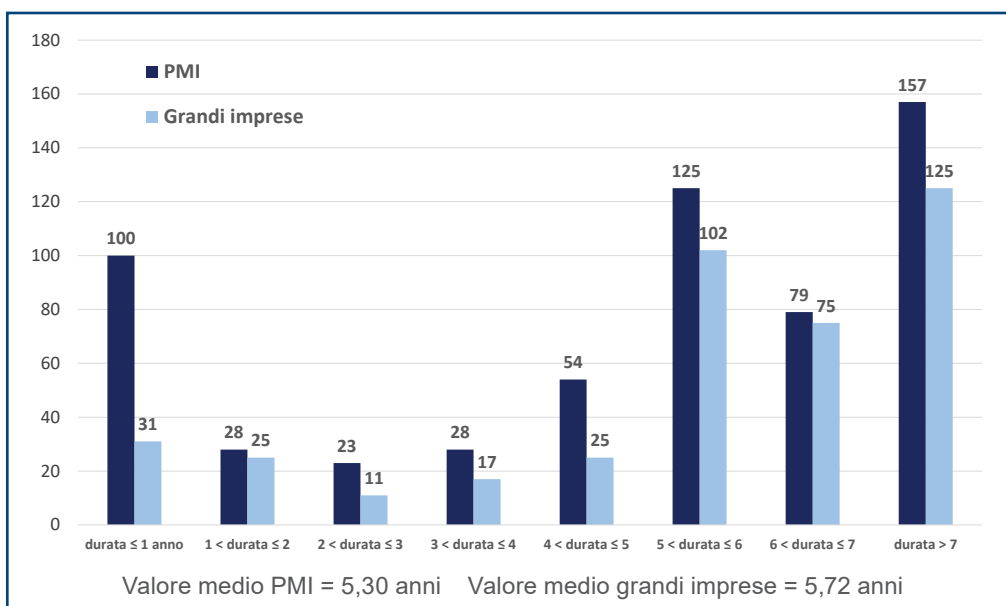
l’allungamento della *duration* media dei *minibond* (il valore medio della *maturity* passa da 5,04 anni a 6,34 anni) sia una strategia di risposta all’incertezza legata alla pandemia. La Figura 3.9 mostra le differenze nella scelta della scadenza confrontando PMI e grandi imprese. Per le PMI la scadenza continua ad essere in generale inferiore (in media 5,30 anni contro 5,72) ma il *gap* si sta riducendo nel corso del tempo. Una fetta significativa dei *minibond* a breve termine (meno di 12 mesi) sono emessi da PMI mentre la presenza delle grandi imprese è più significativa sulle scadenze fra 1 e 2 anni e fra 6 e 7 anni.

Non sempre la scadenza del titolo coincide con il rimborso del capitale (modalità *bullet*), come invece accade tipicamente per le obbligazioni emesse da grandi imprese o da Stati sovrani. Nel caso dei *minibond* è diffusa la pratica di rimborsare il capitale progressivamente nel corso del tempo (modalità *amortizing*). Ciò serve a ridurre la *duration* (ovvero la vita media pesata dei flussi finanziaria a servizio del *minibond*) e quindi il rischio, per l’investitore, ‘spalmando’ l’impegno finanziario dell’emittente su più esercizi contabili. La Tabella 3.2 evidenzia che la frequenza della modalità *amortizing* è aumentata rispetto alle statistiche dell’anno scorso. La troviamo nel 61,0% dei casi, mentre nella *survey* precedente eravamo in totale al 57,7%.

La determinante più importante è sicuramente la *maturity*: il 75,7% delle emissioni sotto i 5 anni è *bullet* mentre il 80,7% di quelle a lunga scadenza è *amortizing*. Le società quotate in Borsa sembrano relativamente più inclini a collocare emissioni *bullet*.

**Figura 3.9**

Distribuzione della scadenza dei *minibond*: differenza fra PMI e grandi imprese. Campione: 1.005 emissioni





Modalità di rimborso:	Bullet	Amortizing	n.d.
Tutto il campione	37,9%	61,0%	1,1%
PMI	38,7%	60,3%	1,0%
Grandi imprese	36,7%	62,0%	1,2%
Società quotate in Borsa	44,3%	55,7%	-
Società non quotate in Borsa	37,3%	61,5%	1,2%
Minibond con scadenza inferiore a 5 anni	75,7%	22,8%	1,5%
Minibond con scadenza uguale o > 5 anni	18,4%	80,7%	0,9%

Tabella 3.2

Statistiche sulla modalità di rimborso del capitale. Campione: 1.005 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni

La Figura 3.10 proietta nel tempo i flussi di rimborso del capitale relativi ai *minibond* del campione<sup>1</sup> (ovviamente per quelli non ancora scaduti). In base ai regolamenti delle emissioni e tenendo conto delle diverse *maturity* (*bullet* o *amortizing*) sono stati calcolati i flussi finanziari complessivi destinati alla *redemption* della quota capitale. Si tratta di un elemento di analisi interessante per l'industria italiana dei *minibond*, perché offre un quadro delle opportunità di rifinanziamento futuro dei titoli. Abbiamo voluto riportare anche i dati del 2020, per evidenziare la capacità che ha avuto il mercato del capitale di 'rifinanziare' i flussi in scadenza (€ 356 milioni).

Si può osservare che nel breve termine sono in scadenza *minibond* per € 377 milioni (nel 2021) e € 389 milioni (nel 2022). Dal 2025 in poi sembra esserci ampio spazio per programmare scadenze di *redemption* del capitale sul mercato.

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

La Figura 3.11 evidenzia che la maggioranza dei *minibond* del campione paga una cedola fissa: sono 157 le emissioni (il 15,6% dei casi) che prevedono una cedola variabile e la percentuale è leggermente scesa nel 2020. Nel campione abbiamo pure 8 titoli *zero-coupon*, senza cedole, per i quali la remunerazione è solo in funzione del disaggio di emissione, ovvero dello 'sconto' fra prezzo di collocamento e rimborso.

Il valore medio per tutto il campione dei titoli con cedola fissa è pari a 4,48%, mentre il valore mediano è molto vicino (4,40%).

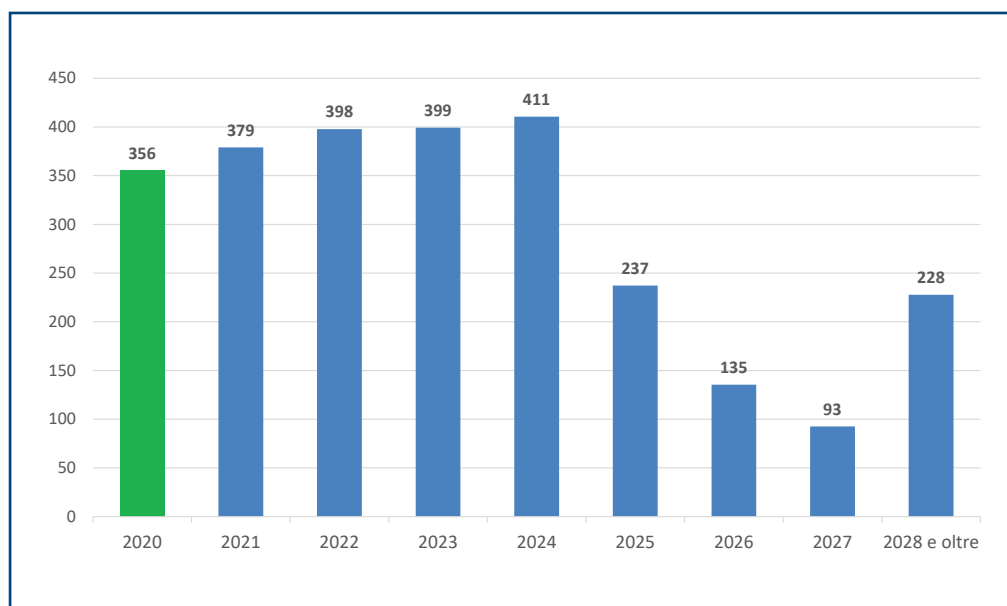
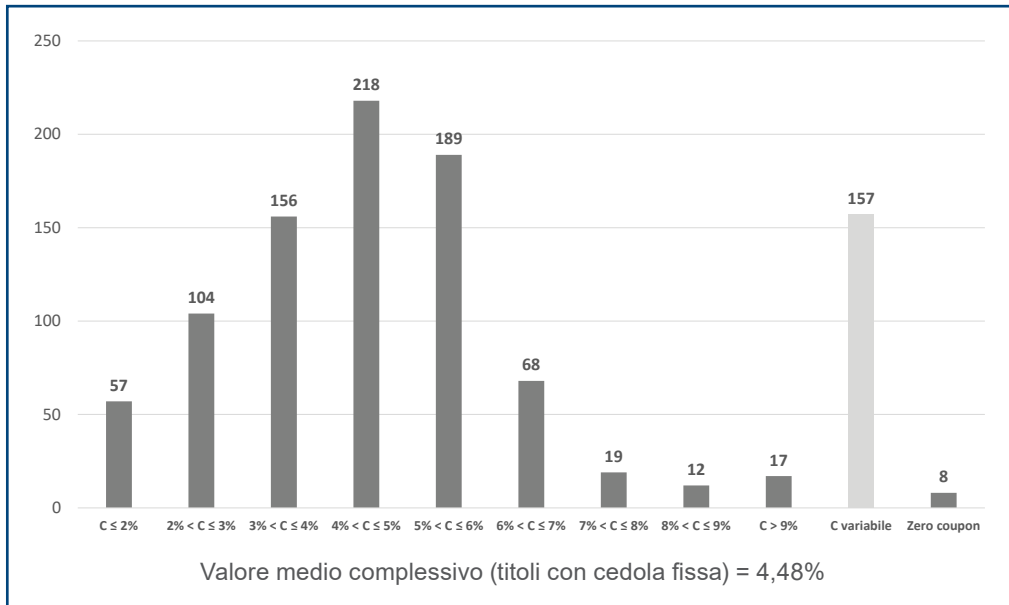


Figura 3.10

Controvalore totale delle emissioni di *minibond* con importo fino a € 50 milioni in scadenza nei prossimi anni. Valori in € milioni

**Figura 3.11**

Distribuzione della cedola C dei *minibond* sotto € 50 milioni. Campione: 1.005 emissioni



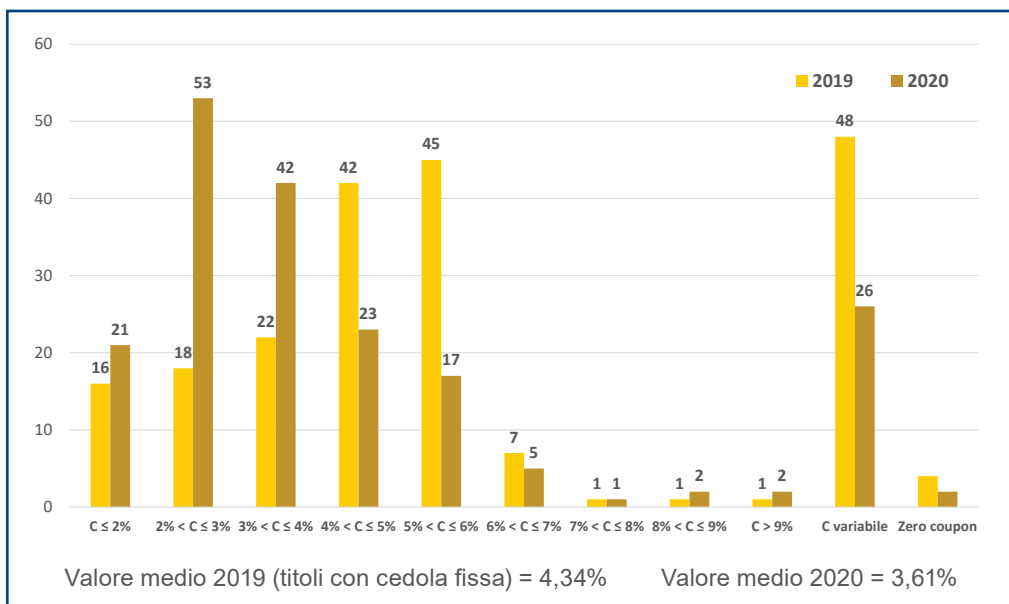
L'importo della cedola dipende da una pluralità di variabili: a parità di altri fattori, più lontana è la scadenza del titolo, maggiore sarà l'importo della cedola (il che rispecchia il premio di rendimento che in genere il mercato chiede per il lungo termine sulla struttura per scadenza dei tassi). Inoltre la cedola sarà proporzionale al possibile rischio di insolvenza dell'emittente: maggiore è il rischio percepito, maggiore sarà il premio di rendimento richiesto dagli investitori. Da questo punto di vista l'intervento di soggetti terzi come i Consorzi Fidi e il Fondo di Garanzia dello Stato potrà fornire una garanzia in caso di prima perdita e contribuire a ridurre il costo del capitale. Questo contribuisce a spiegare la ragione della presenza di ben 57 *minibond* con cedola inferiore o uguale al 2%. Infine, data la scarsa liquidità dei *minibond* sul mercato, la cedola comprenderà anche un premio di illiquidità, che ci aspettiamo essere maggiore quanto più piccolo è il controvalore dell'emissione e nel caso essa non sia quotata.

Nel 2020 si registra una ulteriore riduzione della cedola media (si veda la Figura 3.12) il cui valore scende per la prima volta sotto la soglia del 4%, grazie alle garanzie pubbliche. Abbiamo ben 53 *minibond* con cedola fra 2% e 3% compreso e quasi raddoppiano quelli con tasso di interesse fra 3% e 4% compreso, mentre vediamo un calo nella fascia fra 4% e 7%. Come già evidenziato, abbiamo anche meno casi di cedole variabili. Il valore medio scende da 4,34% del 2019 a 3,61% del 2020.

La Figura 3.13 riporta la distribuzione del valore della cedola distinguendo fra emissioni

**Figura 3.12**

La cedola C dei *minibond*: confronto fra 2019 e 2020



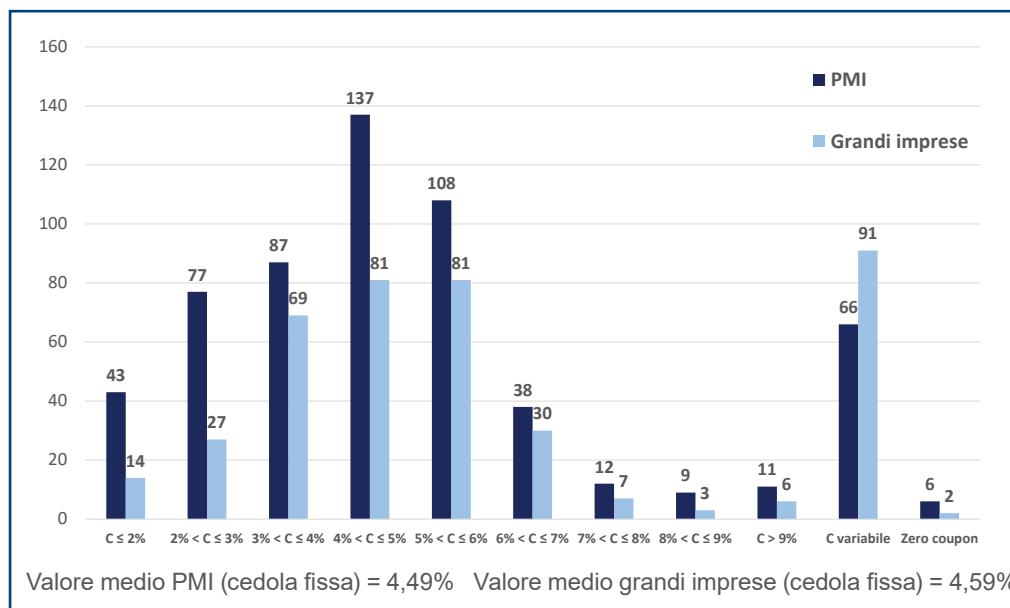


Figura 3.13

Distribuzione della cedola dei *minibond*: distinzione fra PMI e grandi imprese. Campione: 1.005 emissioni

fatte da PMI e da grandi imprese. Il valore medio per le emissioni a cedola fissa non è significativamente diverso, così come la distribuzione è molto simile, ma si nota che la cedola indicizzata è relativamente preferita dalle grandi imprese.

Per tenere conto sia del fattore 'dimensione' che del fattore 'scadenza' la Figura 3.14 disaggrega il campione delle emissioni con cedola fissa considerando insieme entrambi i fattori. Le differenze appaiono veramente piccole, con poche eccezioni: ciò sembra però legato ad altri fattori contingenti di rischio, che un'analisi più accurata dovrebbe considerare.

Infine bisogna sottolineare che la remunerazione per l'investitore è anche determinata dal prezzo di emissione. Nella quasi totalità dei casi i *minibond* sono collocati al valore nominale (100), ma nel campione esistono delle eccezioni. Nel 2020 c'è stato anche il caso di un *minibond* (quello di Innovative-RFK SpA) emesso a premio (100,5).

## Il rating

Il *rating* è certamente l'informazione principale che il mercato può avere circa il rischio di insolvenza dell'emittente. Si tratta infatti di un giudizio di merito emesso da una società autorizzata dagli enti di vigilanza rispetto alla capacità dell'emittente di ottemperare agli impegni previsti circa la remunerazione e il rimborso del capitale.

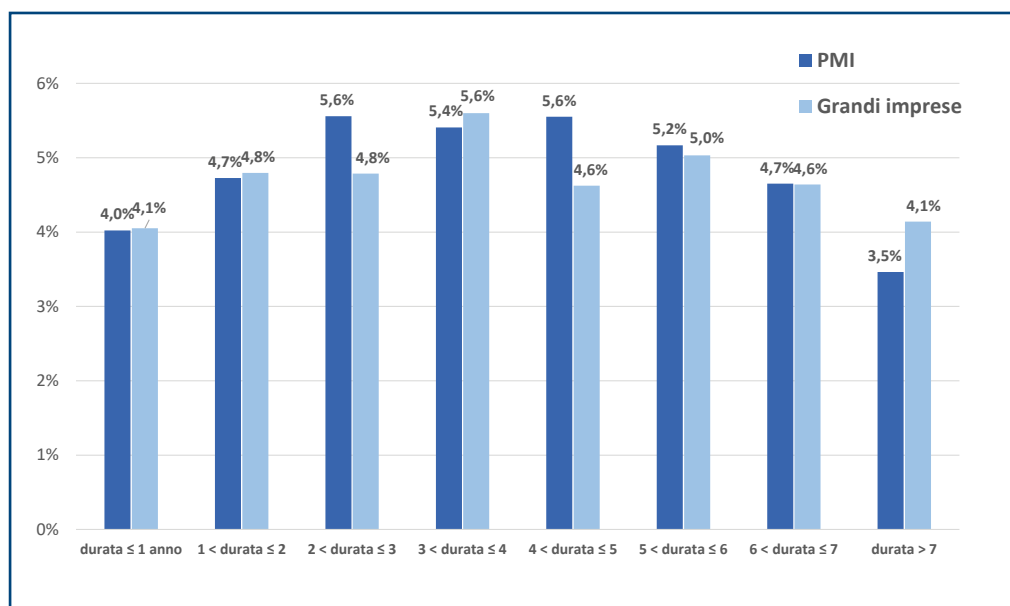
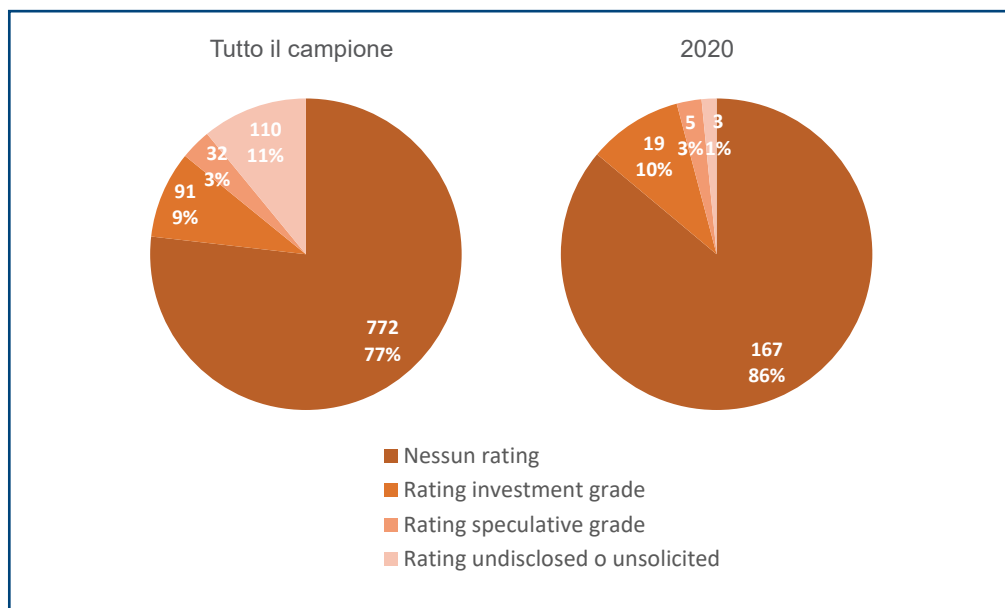


Figura 3.14

Valore medio della cedola distribuita dai *minibond*: confronto fra PMI e grandi imprese per diverse scadenze. Campione: 840 emissioni sotto € 50 milioni con cedola fissa

**Figura 3.15**

Presenza del *rating* sui *minibond* sotto € 50 milioni. Confronto fra il campione complessivo di 1.005 emissioni e il campione del 2020 (194 emissioni)



<sup>2</sup> Un maggiore approfondimento sulla tematica delle *rating agency* è proposto nel Capitolo 4, pagina 55

Ogni *rating agency* possiede una propria scala di valutazione<sup>2</sup>, dove verrà ‘posizionato’ l’emittente in funzione di indicatori relativi alla solidità patrimoniale, al grado di indebitamento, alla situazione di liquidità, alla capacità prospettica di generare cassa.

L’emissione del *rating* non è obbligatoria. Diventa quindi interessante analizzare se i *minibond* abbiano fatto ricorso a questa opzione.

Vale anche la pena ricordare che il giudizio di *rating* può essere comunicato pubblicamente (*disclosed*) oppure può essere mantenuto riservato (*undisclosed*). In genere se il giudizio di *rating* è richiesto dall’impresa stessa (*solicited*) esso viene anche comunicato al pubblico, mentre tendenzialmente rimane confidenziale se è richiesto dagli investitori (ad esempio interessati a capire il profilo di rischio dell’impresa candidata all’emissione) o da altri soggetti (in questi casi il *rating* è definito *unsolicited*).

La Figura 3.15 evidenzia che il 77% delle emissioni non è accompagnato da un *rating* (772 casi). Abbiamo 91 emissioni (il 9%) associate a un *rating* ‘investment grade’ (ovvero con un giudizio pari almeno a BBB- nella scala utilizzata da Standard & Poor’s, o equivalente) e ‘solo’ 32 (3%) con *rating* inferiore alla soglia indicata (‘speculative grade’). Infine abbiamo ben 110 emissioni (11%) associate ad un *rating undisclosed* o *unsolicited* e quindi non ‘pubblico’ richiesto in genere dall’investitore. La parte destra della Figura 3.15 chiarisce che nel 2020, confermando la tendenza più recente, la richiesta del *rating* sia stata meno frequente (l’86% dei collocamenti non lo prevedeva, stessa percentuale del 2019), e per quelle che lo hanno richiesto la proporzione fra giudizi *investment grade* e *speculative grade* è leggermente favorevole per il primo gruppo. Completano il quadro 3 *minibond* (1,5% del flusso annuale) con *rating undisclosed*.

**Tabella 3.3**

Statistiche sull’attribuzione del *rating*. Campione: 1.005 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni

Attribuzione del <i>rating</i> :	Nessun <i>rating</i>	Sì ( <i>investment grade</i> )	Sì ( <i>speculative grade</i> )	Sì ( <i>undisclosed</i> o <i>unsolicited</i> )
Tutto il campione	76,8%	9,1%	3,2%	10,9%
PMI	82,8%	5,7%	4,2%	7,2%
Grandi imprese	68,1%	13,9%	1,7%	16,3%
Società quotate in Borsa	68,2%	15,9%	2,3%	13,6%
Società non quotate in Borsa	77,6%	8,4%	3,3%	10,7%
<i>Minibond</i> con scadenza < 5 anni	88,6%	4,7%	1,8%	5,0%
<i>Minibond</i> con scadenza = o > 5 anni	70,7%	11,3%	3,9%	14,0%

La Tabella 3.3 ci fa meglio capire quali tipologie di emissioni ricorrono più probabilmente al *rating*. Quello ‘pubblico’ è tipico delle emissioni fatte da grandi imprese, società quotate ed emissioni di lunga durata. Meno frequente è il ricorso a tale segnale per le

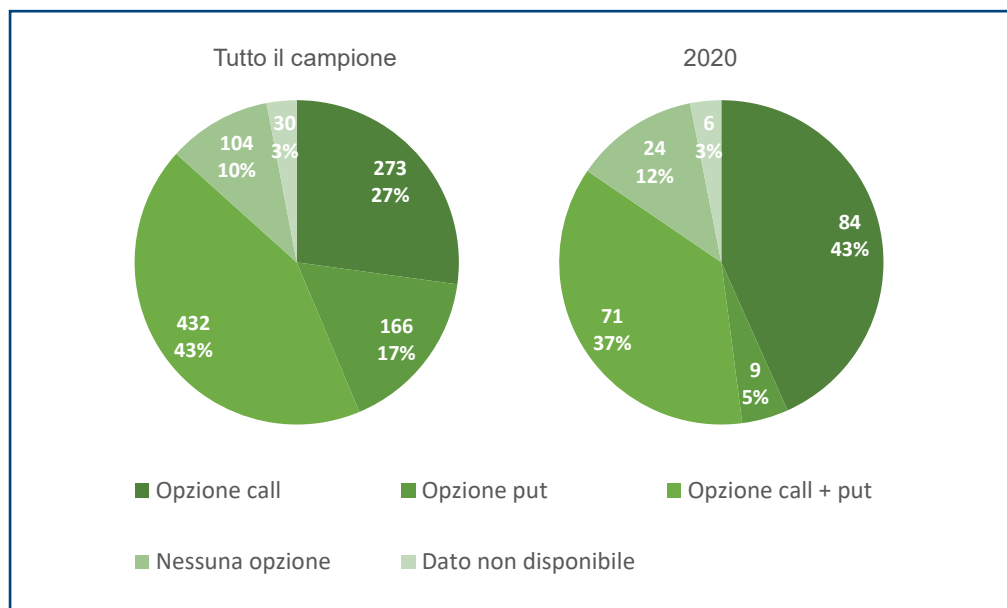


Figura 3.16

Presenza di opzioni *call* e/o *put*. Confronto fra il campione complessivo di 1.005 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni e il campione del 2020 (194 emissioni)

emissioni a breve termine e per le PMI. L'ipotesi avanzata dal nostro Osservatorio già da tempo è che da una parte le PMI siano più sensibili nel 'risparmiare' rispetto a questo costo, rinunciando ai possibili benefici, dall'altra parte è lecito pensare che per una piccola impresa, che intende collocare un ammontare ridotto di *minibond*, vi sia la possibilità di un'interlocuzione 'diretta' con gli investitori interessati, i quali potranno valutare in prima persona la situazione patrimoniale-reddituale dell'emittente. Il *rating* 'privato' è più frequente per le grandi imprese. È interessante osservare che quando le società quotate chiedono il *rating*, è molto probabile che sia *investment grade*.

### Opzioni, *covenant* e garanzie

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

Esiste però anche la possibilità opposta. Il *minibond* potrebbe essere *puttable*, ovvero prevedere la possibilità di rimborso anticipato, questa volta a discrezione del possessore. In tal caso si sta offrendo un vantaggio all'investitore, al quale si darà l'opportunità di smobilizzare l'investimento nel futuro, anche prima della scadenza, se del caso.

Nel campione globale dei *minibond* sotto € 50 milioni esistono titoli che contengono una, entrambe, o nessuna delle opzioni. La Figura 3.16 evidenzia che una buona percentuale del campione prevede entrambe le opzioni (432 emissioni pari al 43%). Vi sono invece 104 titoli (pari al 10% del campione) che non prevedono alcuna opzione. I titoli solamente *puttable* sono 166 (il 17%) mentre quelli solo *callable* sono 273 (27%). La parte destra della Figura 3.16 ci mostra che nel 2020, in direzione opposta rispetto a quella del 2019, si verifica un buon aumento dei casi che prevedono solo l'opzione *call* mentre l'opzione *put* perde popolarità. Si può pensare che in tempi di volatilità dei mercati le emittenti abbiano voluto evitare situazioni in cui gli investitori possono ottenere in anticipo il rientro del capitale, poiché potrebbe generare dei problemi inattesi di doversi rifinanziare. Allo stesso tempo è possibile che il maggiore utilizzo delle garanzie pubbliche contribuisca a ridurre il valore dell'opzione.

Anche in questo caso, per verificare quando è più comune l'utilizzo delle due opzioni di rimborso anticipato, il campione è stato disaggregato (si veda la Tabella 3.4).



**Mattia Ciprian**  
(modefinance)

"Rating è sinonimo di resilienza, capacità di assorbire un impatto forte come quello prodotto dalla pandemia di Covid-19. Per comprendere la rimborsabilità di un *minibond*, gli analisti sottopongono a stress test i dati delle aziende, sia storici che prospettici"

Tabella 3.4

Statistiche sull'esistenza di opzioni *call* e *put*.  
Campione: 1.005 emissioni di *minibond*

Presenza di opzioni:	Nessuna	Call	Put	Call + put	n.d.
Tutto il campione	10,3%	27,2%	16,5%	43,0%	3,0%
PMI	9,8%	30,3%	14,1%	43,1%	2,7%
Grandi imprese	11,2%	22,6%	20,0%	42,8%	3,4%
Società quotate in Borsa	17,0%	22,7%	11,4%	47,7%	1,1%
Società non quotate in Borsa	9,7%	27,6%	17,0%	42,5%	3,2%
<i>Minibond</i> con scadenza < a 5 anni	14,9%	31,3%	10,8%	39,2%	3,8%
<i>Minibond</i> con scadenza = o > 5 anni	8,0%	25,0%	19,5%	44,9%	2,6%

La presenza della sola opzione *call* è più comune nelle emissioni a breve scadenza e per le PMI. La sola opzione *put*, senza sorprese, è invece relativamente più frequente per le emissioni a lunga scadenza ma anche per le grandi imprese. La presenza di entrambe le opzioni è molto frequente per le emittenti quotate in Borsa.

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

Nel campione delle 1.005 emissioni di *minibond*, la presenza di una garanzia compare in 391 casi, pari al 38,9% del totale. In genere si tratta di garanzie offerte da soggetti pubblici (come Stato o Regioni) o enti deputati a favorire l'accesso al credito delle PMI (come i Consorzi Fidi), ipoteche su beni, pegni sui titoli azionari dell'emittente, fideiussioni fornite da soggetti terzi, privilegi sul magazzino o sulle scorte (fra cui anche bottiglie di vino e formaggi!). Particolare attenzione va prestata al Fondo di Garanzia statale gestito da Mediocredito Centrale-Banca del Mezzogiorno, poiché - come specificato nel Box 3.1 a fianco - la garanzia viene richiesta dall'investitore, quindi non è decisa dall'emittente, il quale può solo verificare l'eleggibilità preliminare.

Nelle emissioni del 2020 (si veda la Figura 3.17 dove confrontiamo gli ultimi due anni per capire l'impatto della pandemia Covid-19) si nota un aumento significativo nelle adozioni della garanzia, da parte di 112 emissioni (il 58%). La più diffusa è quella rilasciata dalle Regioni (soprattutto attraverso i *basket bond* in Campania e Puglia) con il 26% dei casi, seguita da quella eleggibile per il Fondo di Garanzia (21%). Nel 7% dei casi la garanzia era offerta autonomamente dall'emittente, attraverso un pegno o fideiussione. Segue la garanzia SACE (diversa da 'Garanzia Italia' spesso specifica sui progetti di internazionalizzazione) con il 2%. Già nel 2019, in tempi non sospetti, si era notato comunque un aumento; il 47% delle emissioni aveva una garanzia, ma quelle regionali non erano ancora

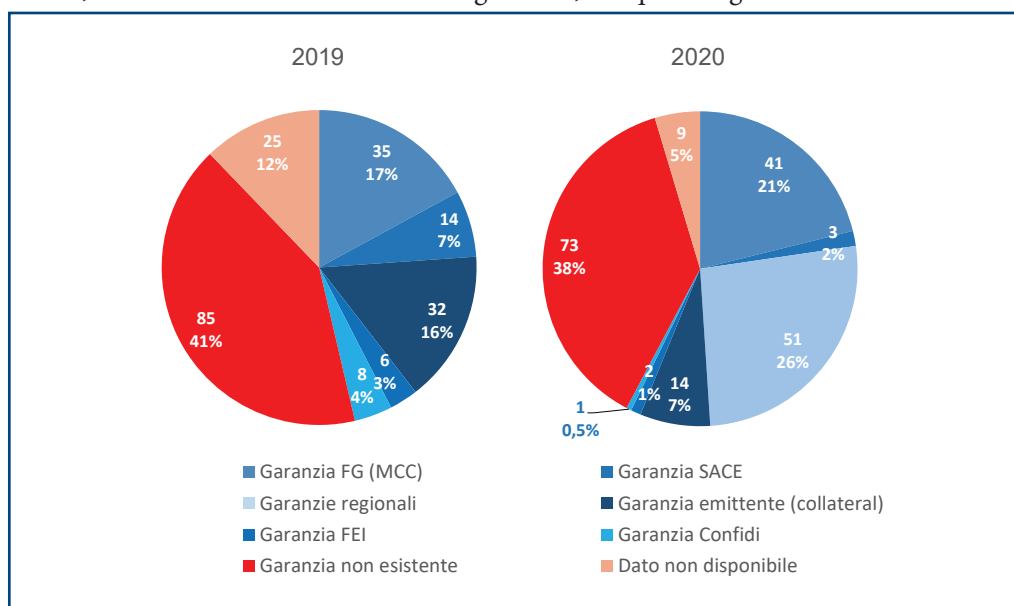


**Diego Pelizzari**  
(Mediocredito  
Trentino Alto Adige)

"Per le società emittenti la presenza della garanzia del FEI è un'opportunità molto interessante, anche in termini di visibilità. Porta le aziende a definire con maggiore precisione il proprio piano di investimento e di sviluppo affinché sia eleggibile a livello europeo. Per la banca è un attestato importante per reputation e affidabilità, perché per operare con FEI è sottoposta ad una due diligence rigorosa"

Figura 3.17

Presenza di garanzie relative al rimborso. Confronto fra il 2019 (205 emissioni) e il 2020 (194 emissioni)





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

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

Il FG può erogare garanzie dirette a banche e intermediari finanziari, oppure contro-garantire quelle erogate dai Confidi sul territorio. Per accedere al beneficio le imprese devono dunque rivolgersi direttamente agli intermediari di loro fiducia. Come evidenziato nel Box 1.1 a pagina 17, il FG interviene anche sui *minibond* (in questo caso la garanzia deve essere richiesta dall'investitore) e nel 2020 gli interventi legislativi che si sono succeduti hanno potenziato lo strumento. I dati sulle garanzie offerte nel 2020 sui *minibond* sono del tutto interessanti. Fino al 31/12/2019 il FG aveva garantito 48 emissioni obbligazionarie per un importo di € 37,2 milioni su € 78,9 milioni raccolti, mentre nel solo anno 2020 si sono registrate garanzie su 95 titoli per € 77,8 milioni (più del doppio di quanto fatto in tutti gli anni precedenti!) su € 97,5 milioni raccolti. Limitando l'attenzione ai soli *minibond* (secondo la definizione del D.L. 83/2012) siamo passati da 42 operazioni fino al 31/12/2019 a 72 nel solo 2020, per un importo garantito di € 71,9 milioni (il cumulato pregresso è € 36,2 milioni).

SACE (gruppo CDP) sostiene ormai da anni le imprese italiane nei loro processi di internazionalizzazione. Nel 2015 ha promosso l'avvio del Fondo Sviluppo Export con l'obiettivo di sottoscrivere prestiti obbligazionari emessi in prevalenza da Mid-caps italiane per finanziare gli investimenti previsti a supporto dei piani di crescita internazionale di imprese rappresentative dei settori di riferimento del *made-in-Italy* (come l'industria meccanica, l'*automotive*, l'agroalimentare). Il fondo è stato cofinanziato da SACE e dalla Banca Europea degli Investimenti (BEI) e ha supportato 17 aziende per un importo complessivo di € 231 milioni, di cui 2 operazioni (per complessivi € 14,5 milioni) perfezionate a gennaio 2020.

Nel 2019 SACE, CDP e Banca Finint insieme ad ELITE - Borsa Italiana hanno avviato un programma strutturato di emissioni obbligazionarie volto a supportare l'internazionalizzazione delle imprese italiane, Export Basket Bond, di cui abbiamo parlato nel Report dell'anno scorso. SACE ha partecipato all'operazione mediante il rilascio di garanzie finanziarie sui singoli prestiti obbligazionari emessi dalle imprese, sottoscritti da una società veicolo (EBB Export S.r.l.) che si finanzia emettendo titoli cartolarizzati. Ad oggi CDP e Mediocredito Centrale sono stati i principali investitori del programma.

A partire dal 2019 SACE ha avviato una serie di *partnership* con le principali banche e istituzioni finanziarie attive nella sottoscrizione di emissioni obbligazionarie per favorire l'erogazione di credito a supporto dei processi di internazionalizzazione di imprese italiane. Nel biennio 2019-2020 sono state emesse garanzie finanziarie in favore di un primario istituto bancario italiano a copertura di due emissioni obbligazionarie per un valore complessivo di € 35 milioni.

Nel 2020 (si veda sempre il Box 1.1) SACE è scesa in campo con il nuovo strumento 'Garanzia Italia', esteso anche ai *minibond*. Proprio in questi giorni è stata annunciata la prima operazione (con garanzia richiesta nel 2020), quella della torinese Ubroker Srl. Il *minibond* è da € 1,7 milioni, durata 36 mesi, *amortizing*, cedola 4,1% con un inedito meccanismo di pagamento anticipato all'emissione (per un importo uguale al valore attuale). La garanzia sarà cedibile a terzi automaticamente. L'operazione è stata strutturata da Frigiolini & Partners Merchant.

Si segnala, infine, che SACE può emettere garanzie finanziarie su emissioni obbligazionarie, anche nell'ambito del 'Green New Deal' italiano introdotto con il D.L. 'Semplificazioni' approvato nel luglio 2020.

attive e nel 16% dei casi erano le emittenti stesse a provvedere.

Si può dunque dire che nel 2020 i soggetti pubblici abbiano spesso 'preso il posto' delle aziende, facendosi carico del rischio. Tutto sommato, la fetta delle emittenti che non ha offerto garanzia è rimasta stabile (il 38% rispetto al 41% dell'anno prima).

Infine trattiamo il tema degli eventuali *covenant* finanziari offerti dalla società emittente al momento dell'emissione. Una delle problematiche che gli investitori in *minibond* devono affrontare, oltre all'elevato rischio intrinseco del *business* in cui investono, è il pericolo di comportamento opportunistico e di conflitti di interesse. In generale è interesse di chi investe in *minibond* monitorare costantemente la situazione finanziaria e

### Box 3.1

Il Fondo di Garanzia e Garanzia Italia di SACE: i numeri sui *minibond*

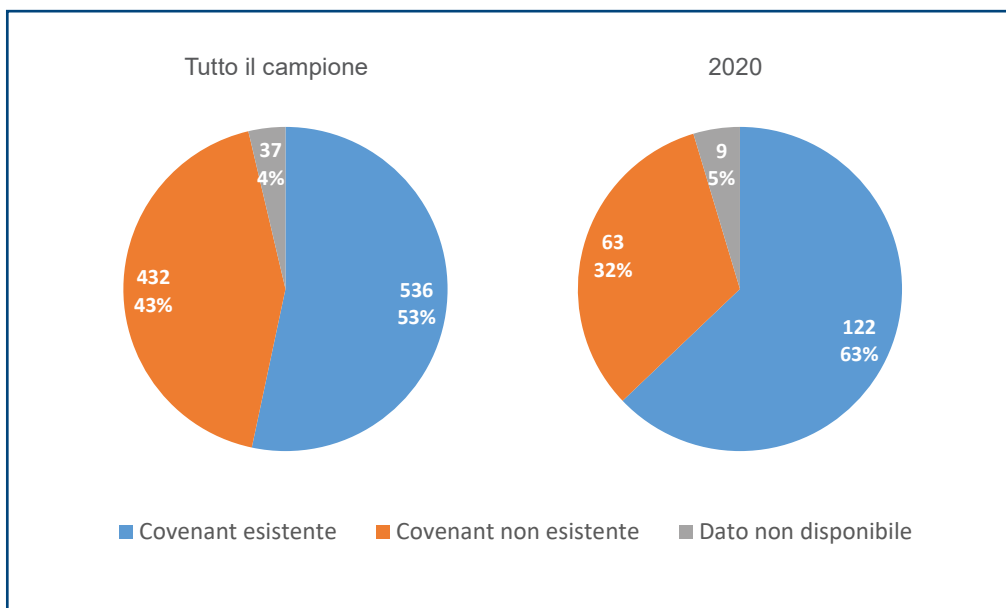


Gianpaolo Pavia  
(MedioCredito Centrale)



Cosimo Matarazzo  
(SACE)

**Figura 3.18**  
 Presenza di *covenant* finanziari da rispettare. Confronto fra il campione complessivo di 1.005 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni e il campione del 2020 (194 emissioni)



patrimoniale dell'impresa, per evitare che il rischio di insolvenza peggiori, con un'inevitabile conseguenza negativa sul valore del titolo mobiliare in portafoglio.

I *covenant* finanziari sono dei vincoli, esplicitati nel Regolamento del prestito, il cui mancato rispetto da parte dell'azienda emittente farà scattare uno o più eventi, mirati a salvaguardare l'interesse degli investitori. Esempi tipici sono il rispetto di determinati *ratio* patrimoniali (quali l'incidenza del debito finanziario o della posizione finanziaria netta rispetto al totale dell'attivo o al patrimonio netto, piuttosto che il rapporto fra margine operativo lordo e interessi sul debito, il cosiddetto *coverage ratio*), i quali dovranno sempre mantenersi sopra o sotto una certa soglia. Altri esempi di *covenant* di natura non finanziaria sono la conservazione della struttura proprietaria dell'azienda, l'impossibilità, sotto alcune condizioni, di distribuire dividendi piuttosto che di fare delle acquisizioni, o decidere altre operazioni di finanza straordinaria (come fusioni o scissioni).

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

La Figura 3.18 mostra che il vincolo dei *covenant* finanziari è frequente: compare infatti in 536 casi (pari al 53% del campione). La presenza dei *covenant* è in deciso aumento nel 2020 rispetto al passato, come si osserva dai dati degli ultimi 12 mesi (grafico a destra; siamo al 63%); anche questo potrebbe essere legato al maggiore rischio percepito dagli investitori in uno scenario reso più incerto dalla pandemia. Essa è relativamente più frequente nelle emissioni con scadenza nel lungo termine. Coerentemente con le ipotesi avanzate nei Report precedenti, si può pensare che per collocamenti di più piccola dimensione il ricorso ai *covenant* finanziari sia preferito rispetto alle garanzie, per il minore costo di incidenza, così come nel lungo termine si può immaginare che la necessità per i creditori di tutelarsi sia più rivelante.

## 4. Gli attori della filiera

In questo capitolo analizziamo come nel 2020 si è evoluta la filiera degli attori presenti sul mercato dei *minibond*.

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

### I consulenti finanziari: gli *advisor*

Molto spesso le piccole e medie imprese non dispongono delle competenze specifiche per costruire un *minibond*. Così come avviene per altre operazioni di finanza straordinaria e di collocamento di titoli sul mercato, può essere utile rivolgersi ad un *advisor*, che guidi l'impresa nella scelta di quelle che sono le strategie principali (riferite al *timing* dell'emissione, al controvalore di titoli, alla scadenza, al possibile tasso di interesse da riconoscere) e la affianchi nei rapporti con gli altri soggetti, in particolare per quello che riguarda gli adempimenti normativi e l'eventuale quotazione su un listino borsistico. Altre volte questa analisi iniziale viene fatta direttamente dall'investitore, nel caso sia lui a proporsi all'emittente, o dagli *arranger*.

Il primo passo sarà sicuramente una valutazione costi-benefici, riferita all'operazione, anche in comparazione con altre possibili fonti di finanziamento e tenendo presente le esigenze dell'impresa. In questa fase sarà opportuno redigere un *business plan*, che chiarirà gli obiettivi di investimento futuri. Importantissima sarà la verifica, attraverso la costruzione di un rendiconto finanziario prospettico, della sostenibilità finanziaria dell'operazione, confrontando i flussi di cassa a servizio del prestito (sia per il pagamento delle cedole, sia per il rimborso del capitale) con i *cash flow* operativi previsti dal *business plan*. L'*advisor* supporterà l'impresa anche nella progettazione della struttura necessaria per raccogliere, elaborare e trasmettere le informazioni richieste dagli investitori, dotandosi di un adeguato sistema di controllo interno.

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

La tempistica dell'operazione di emissione è variabile da caso a caso, ma sulla base dell'esperienza maturata finora si può affermare che un periodo di 2-6 mesi è nella norma. Tendenzialmente i consulenti esistenti sul mercato sono molti (e lavorano individualmente o in associazione).

I consulenti più attivi sul mercato (escludendo quelli che svolgono anche funzione di *arranger*) sono stati nel 2020: ADB Corporate Advisory, Agenda Corporate Italia, Alantra, AMU Investments SIM, Banca Valsabbina, Falco&Associati, Fingiacco, Studio Fiorini.



Luca Plevna  
(ADB  
Corporate Advisory)

*“Si prevede un anno di ripresa e di nuovi investimenti per le PMI, sia per progetti di crescita e ristrutturazione conseguenti il 2020, sia per aderire alle nuove politiche e procedure ESG, ormai sempre più richieste dagli investitori. L'emissione di un minibond è un passo che aiuta le imprese a porsi una strategia efficace”*



**Patrizio Messina  
(Orrick)**

“Nel contesto dell'emergenza Covid-19 la strutturazione di un Basket Bond con un paniere di minibond assistiti da garanzia pubblica potrebbe portare un duplice beneficio: da un lato, la riduzione degli oneri finanziari a carico delle PMI, che non dovrebbero più prestare la garanzia mutualistica, dall'altro la possibilità di strutturare una cartolarizzazione con un credit enhancement mediamente più elevato rispetto ai classici Basket Bond, in cui gli ABS avrebbero come sottostante un portafoglio garantito fino al 90% dallo Stato. Questo avrebbe dei riflessi positivi al fine di attirare una platea più ampia di investitori anche esteri”

## I consulenti legali

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

Gli studi legali possono inoltre agire su mandato dell'investitore, che potrebbe essere interessato ad una *due diligence* legale per verificare la situazione dell'impresa emittente. Anche in questo caso, senza alcuna pretesa di essere esaustivi, si possono individuare i *player* più attivi nel 2020: Orrick, Grimaldi Studio Legale, Legance Avvocati Associati, Nctm Studio Legale, R&P Legal, Simmons & Simmons, Studio Legale Cappelli RCCD, Studio Legale Dentons.

## Gli arranger

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

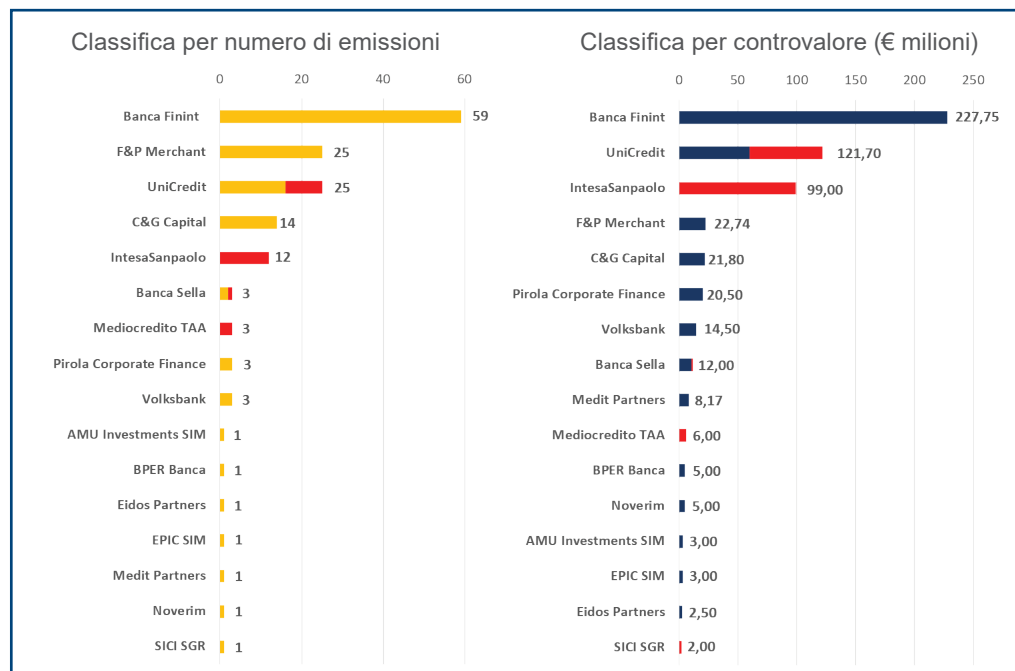
La Figura 4.1 descrive le quote di mercato nel 2020 dei diversi *player*, sia per numero di operazioni, sia per controvalore complessivo. In rosso è evidenziato il contributo che deriva dai *minibond 'captive'* per come sono stati definiti all'inizio del capitolo, ovvero titoli originati e sottoscritti interamente da un unico gruppo finanziario.

Nell'anno passato si è registrata una certa concentrazione del mercato, con i principali attori che hanno fatto la parte del leone. Banca Finint, avendo seguito i collocamenti dei Garanzia Campania Bond (in raggruppamento con MedioCredito Centrale) e di Viveracqua Hydrobond 2020, colleziona ben 59 emissioni con un totale di € 227,75 mi-

**Figura 4.1**

Gli *arranger* più attivi sul mercato dei *minibond* nel 2020.

Sono escluse dai conteggi le emissioni di società finanziarie (codice ATECO K) e quelle contestuali superiori a € 50 milioni. In rosso il contributo dei *minibond 'captive'* originati e sottoscritti al 100% da un unico gruppo finanziario.





lioni ed è prima nelle due classifiche. UniCredit e IntesaSanpaolo sono al secondo e terzo posto per controvalore (rispettivamente € 121,70 milioni e € 99,00 milioni), con un peso elevato delle operazioni *captive*.

Frigiolini & Partners Merchant sale però al secondo posto a pari merito con UniCredit nella classifica del numero di operazioni (25).

### Le società di rating

Come si è notato nel Capitolo 3, l'emissione del *rating* non è un passo obbligatorio per il collocamento di un *minibond*, ma un certo numero di imprese emittenti ha comunque deciso di percorrere questa strada, per dare al mercato un ulteriore segnale informativo. I fondi di *private debt* richiedono spesso un *rating* indipendente prima di perfezionare l'investimento, oppure sono essi stessi a implementare delle procedure di *credit scoring* interne.

Nell'Unione Europea, possono emettere un *rating* solo le agenzie riconosciute e registrate dall'ESMA (European Securities and Markets Authority), l'autorità europea di supervisione sul settore. Il Regolamento Europeo CE n. 1060/2009 (insieme agli aggiornamenti successivi) ha definito il contesto normativo nel quale operano le agenzie di *rating*, con lo scopo di escludere i conflitti di interesse, di assicurare un'elevata qualità del servizio e di garantire trasparenza.

Può accadere che una singola emissione riceva un giudizio di *rating* anche se non richiesto direttamente dall'azienda valutata (ad esempio perché viene richiesto da un investitore): in questo caso si parla di *rating unsolicited*.

I giudizi di *rating* possono essere comunicati al pubblico (*disclosed*) oppure mantenuti riservati (*undisclosed*).

In Italia nel 2020 il mercato dei *minibond* ha visto 3 agenzie attive:

- Cerved Rating Agency, che ha emesso nel 2020 45 nuovi *rating* più 67 aggiornamenti su valutazioni precedenti (è interessante notare che tra questi ultimi abbiamo 51 conferme, 15 *downgrade*, 1 *upgrade*). Dei 112 emittenti di *minibond* coperti, 48 hanno un *rating* pubblico e 64 un *rating* privato (*undisclosed*);
- CRIF Ratings, con 1 nuovo *rating unsolicited* e 14 aggiornamenti su emissioni precedenti, di cui 10 *unsolicited*;
- modefinance, con 2 *rating* 'pubblici' e 82 *rating* 'privati', di cui 46 su nuove emissioni e 36 per revisione o monitoraggio di precedenti emissioni.

### Gli investitori

La prassi riserva l'investimento nei *minibond* alla sola categoria degli investitori 'professionali'. Nella pratica, si intendono coloro che posseggono l'esperienza, la conoscenza e la competenza necessarie per comprendere e valutare correttamente i rischi che in tal modo possono assumersi. Peraltra la normativa, almeno per le Società per Azioni, non impedisce che siano anche persone fisiche a investire nei *minibond* (si vedano gli articoli 2410-2420 del Codice Civile). Per quanto riguarda invece le Società a responsabilità limitata (si veda l'articolo 2483 del Codice Civile) l'investimento è riservato solo agli investitori 'vigilati' i quali risponderanno in solido dell'obbligazione se essa dovesse essere poi ceduta ad altri tipi di investitori.

I sottoscrittori tipici delle emissioni di *minibond* sono quindi gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (fondi aperti e chiusi, fondi alternativi, fondi pensione), banche, assicurazioni, SIM, casse previdenziali, finanziarie regionali e fondazioni. È opportuno ricordare che, in base alle nuove normative richiamate nel Capitolo 1, i portali autorizzati di *equity crowdfunding* possono collocare *minibond* di Società per Azioni, limitandosi a investitori professionali e a particolari classi di investitori *retail*.

La Figura 4.2 riporta i dati sugli investitori dei *minibond* emessi nel 2020, raccolti da fonti pubblicamente disponibili e da quelle fornite gentilmente dai protagonisti del mercato, con una copertura complessiva del controvalore collocato pari all'82%. Quest'anno



**Simone Brugnera**  
(Banca Finint)

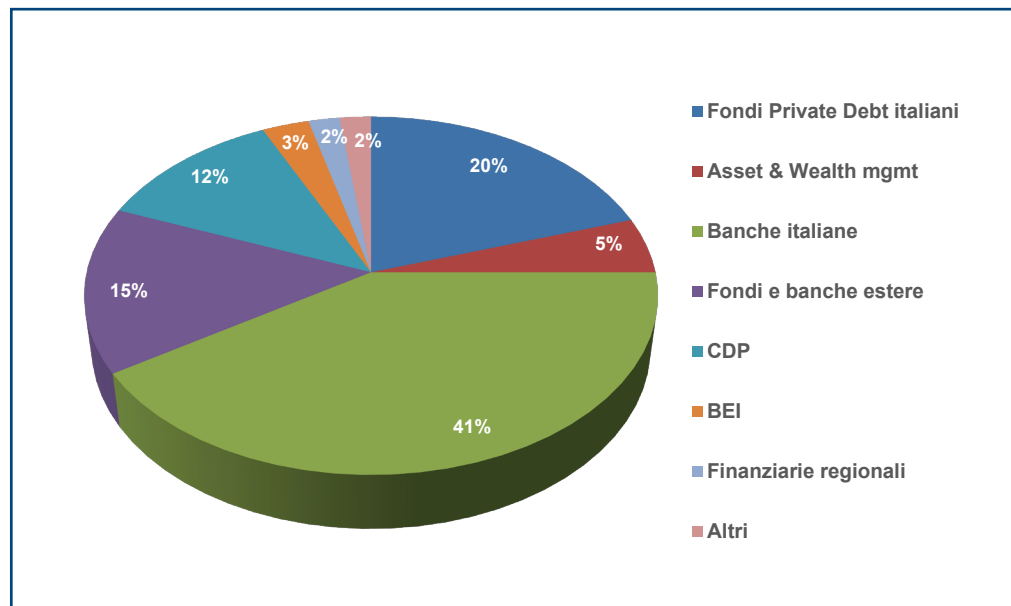
*“Il concetto di ‘resilienza’ ben si addice al mercato dei minibond nell’anno appena trascorso. Sia per il mercato stesso, che ha dimostrato di essere ‘resiliente’ alla crisi pandemica e alla competizione del mondo bancario (oggi ancora più marcata), sia per le aziende emittenti: quelle che hanno fatto ricorso ai minibond, infatti, si sono dimostrate molto efficaci nel gestire tale fase congiunturale. Ecco quindi un ulteriore valore aggiunto di questo mercato”*



**Fabrizio Negri**  
(Cerved Rating Agency)

*“Nonostante le misure di contenimento della diffusione di Covid-19 abbiano negativamente impattato sulla propensione agli investimenti di medio e lungo periodo delle imprese, le nostre stime indicano un potenziale di mercato di oltre € 11 miliardi di nuovi minibond emessi da oltre 1.500 PMI. Di questa offerta oltre € 7 miliardi potrebbero essere classificati come minibond “green” sulla base dei criteri tassonomici relativi al settore di appartenenza dell'emittente”*

**Figura 4.2**  
La 'mappa' degli  
investitori  
nei *minibond* nel 2020.  
Copertura  
del campione: 82%



troviamo in cima alla classifica le banche italiane, con una quota in crescita e pari al 41%, grazie soprattutto ai *minibond* 'captive' e ai *basket bond* regionali; buono il posizionamento anche dei fondi italiani di *private debt*, con una quota del 20% però in calo rispetto al 2019. Una delle motivazioni è la crescita dei finanziamenti di *direct lending*, che spesso vengono usati come strumento alternativo per il credito alle PMI; ad esempio il Fondo Strategico Trentino-Alto Adige, che nel 2019 aveva effettuato investimenti in ben 17 *minibond*, quest'anno ha erogato a 8 imprese ma attraverso prestiti diretti.

Sono praticamente sparite le assicurazioni mentre i fondi stranieri salgono al 15%. Scende al 5% la quota dell'industria dell'*asset & wealth management* (fondi aperti, *private banking*, SIM) probabilmente anche a causa della riduzione del taglio delle emissioni mentre la Cassa Depositi e Prestiti consolida la sua fetta, salendo al 12%. Evidenziamo anche la quota della Banca Europea per gli Investimenti (BEI) che con l'operazione Viveracqua Hydrobond 2020 (si veda il Box 4.1 a fianco) contribuisce con il 3%. Gli altri investitori hanno offerto contributi marginali.

### Le banche agenti e le banche depositarie

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

Nel primo ambito, si tratta di tutte le pratiche di dematerializzazione dei titoli (avendo come controparte Monte Titoli) e di attribuzione del codice ISIN (in tal caso la controparte è Banca d'Italia). Parliamo di processi abbastanza standardizzati, ma che le PMI spesso tendono ad affidare in *outsourcing* ad esterni specializzati al fine di minimizzare costi e *time to market*, il più delle volte appartenenti a gruppi bancari. I *player* con la maggiore quota di mercato sui *minibond* italiani sono Banca Finint, BNP Paribas Securities Services, Deutsche Bank, Bank of New York Mellon. Nelle emissioni più piccole si distingue la Banca di Credito Cooperativo di Cherasco.

Sempre nei confronti dell'emittente, un altro ruolo importante è quello della 'banca pagatrice', che consiste nel generare gli accrediti al servizio di cedole e capitale a favore degli investitori, interfacciandosi con Monte Titoli. Questo ruolo è tipicamente svolto dallo stesso soggetto, se bancario, che cura le attività prima menzionate.

Nei confronti degli investitori, le banche depositarie svolgono un ruolo importante nella filiera dei *minibond* per la custodia dei titoli, nel momento in cui dovessero essere dematerializzati (strada obbligata se i *minibond* saranno quotati su un mercato borsistico). Anche nel 2020 gli attori più rappresentativi nel mondo dei *minibond* italiani continuano ad essere BNP Paribas Securities Services, SGSS e State Street.



## Portali dedicati ai *minibond*

I portali dedicati ai *minibond* contribuiscono a diffondere con tempestività le informazioni sulle emissioni di *minibond* e sui principali *player* che operano in Italia.

### BeBeez.it

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

Nel 2019 il portale ha lanciato BeBeez Private Data, il database che mappa tutte le aziende partecipate dai fondi di *private equity* e *venture capital* e finanziate dai fondi di *private debt* o che comunque hanno emesso titoli di *private debt* o sono state finanziate in *direct lending* (anche sulle piattaforme *fintech*).

### MinibondItaly.it

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

Oltre ai *basket bond* regionali di Puglia e Campania (si veda il Box 2.1 a pagina 32) nel 2020 ci sono state altre operazioni di sistema.

Il programma Basket Bond di IntesaSanpaolo è stato sviluppato in *partnership* con ELITE e intende sostenere piani di crescita di lungo termine delle aziende. Le emissioni tendenzialmente vanno da € 3 milioni a € 10 milioni a scadenza 7 anni, con cedola semestrale. IntesaSanpaolo sottoscrive direttamente le emissioni e non chiede garanzie reali. Sono invece previsti dei *covenant* finanziari. I titoli vengono poi utilizzati dal gruppo bancario come sottostante per progetti di cartolarizzazione. Nel 2020 le emissioni in questo programma sono state 12 per un importo di € 99 milioni.

Con Viveracqua Hydrobond 2020 è poi tornato sul mercato lo strumento dell'Hydrobond, ideato per il finanziamento dei piani d'investimento delle società *in house* che gestiscono il servizio idrico integrato in Veneto e già sperimentato nel 2014 e nel 2016. In questo caso il Raggruppamento Temporaneo di Imprese formato da Banca Finint e dallo Studio Legale Cappelli RCCD ha agito in qualità di *arranger*, collocatore e consulente legale dell'operazione. La terza emissione ha raccolto € 248 milioni a favore di 6 gestori riuniti nel Consorzio Viveracqua: Acquevenete S.p.A. (importo finanziato € 58 milioni), Alto Trevigiano Servizi S.r.l. (€ 45 milioni), Azienda Gardesana Servizi S.p.A. (€ 15 milioni), Livenza Tagliamento Acque S.p.A. (€ 15 milioni), Piave Servizi S.p.A. (€ 22 milioni) e Viacqua S.p.A. (€ 93 milioni).

I 6 gestori hanno emesso ciascuno 3 *bond* di importo, tasso di interesse e scadenza diversi tra loro (a 24 anni, a 17 anni e a 14 anni) - per un totale complessivo di 18 emissioni - tutti interamente sottoscritti da una SPV costituita ai sensi della Legge 130/1999, che detiene le obbligazioni in tre comparti dedicati con scadenze allineate ai *bond* originari. La società veicolo ha finanziato l'operazione emettendo a sua volta 3 serie di *asset backed securities*, a loro volta sottoscritte dalla Banca Europea per gli Investimenti, da banche e fondi con *focus* sul settore infrastrutturale e dalla Cassa Depositi e Prestiti. Esse beneficiano, come nelle precedenti esperienze, di un *credit enhancement* fornito dagli stessi emittenti in forma di cassa con una logica mutualistica, proporzionalmente all'importo emesso da ciascuno e suddiviso nei tre comparti.

Le emissioni contribuiranno a finanziare investimenti per circa € 700 milioni entro il 2023. L'operazione ha permesso di aggregare diverse emissioni, aumentando la diversificazione e riducendo il rischio per gli investitori (con il meccanismo di *credit enhancement*). Elemento di particolare innovazione rispetto alle precedenti esperienze è stato quello di strutturare l'operazione con 3 serie diverse, permettendo quindi di meglio conciliare i desiderata degli investitori da una parte e l'esigenza delle emittenti di allungare le scadenze dall'altra.

#### Box 4.1

Tutti pazzi per i *basket bond*



**Anna Roscio**  
(IntesaSanpaolo)

"In un mercato globale, competitivo e dominato dall'emergenza Covid-19, le banche hanno convogliato verso le PMI una ingente liquidità, che consente di affrontare la competizione e la contingenza.

Il Programma Basket Bond, in partnership con ELITE di Borsa Italiana, si inserisce in questo contesto, consentendo agli imprenditori di rendere la propria azienda solida, visibile a livello globale e più resiliente"



**Alessandro Imbimbo**  
(RiverRock)

“Il mercato dei *minibond* ha ormai concluso con successo la sua fase sperimentale; adesso è il momento di concentrarsi sul fronte della raccolta: avvicinando il risparmio dei privati (proteggendoli adeguatamente) e convincendo i grandi investitori istituzionali ad incrementare le loro esposizioni in *asset* alternativi”

in Italia e offrire una piattaforma di confronto per tutti gli operatori del settore, che possa costituire un aggregatore di notizie, eventi e riflessioni su questi nuovi strumenti finanziari. Il sito è aggiornato quotidianamente sulle emissioni in corso; inoltre propone articoli, approfondimenti e documenti specifici sull'argomento. Recentemente è stata poi inserita la sezione “Influencers” che, con aggiornamenti periodici, riporta l'elenco dei professionisti che, a vario titolo, risultano più attivi in questo mercato.

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

MinibondItaly cura il “Barometro Minibond”, un documento periodico, scaricabile gratuitamente (in tutti i suoi aggiornamenti) che riporta dati e statistiche sull'evoluzione del mercato, gestito congiuntamente con Epic SIM.

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

### I fondi di *private debt* attivi sui *minibond*

Nelle pagine precedenti si è evidenziato che la tipologia degli investitori che sottoscrivono i *minibond* sul mercato primario (e tendenzialmente potrebbero comprare anche sul mercato secondario, ad esempio su ExtraMOT PRO<sup>3</sup>) è abbastanza variegata. Molti di essi però considerano questi titoli come un'opportunità di diversificazione del rischio e degli impieghi, offrendo magari un premio di remunerazione rispetto ad *asset* ben più liquidi quali le obbligazioni emesse dalle grandi imprese e i *sovereign bond*. Vale la pena quindi focalizzare l'attenzione sugli investitori che sono invece specializzati nell'investimento in *minibond*. Essi si posizionano in un ambito peculiare rispetto alle altre *asset class* disponibili. Da un lato condividono logiche di investimento di tipo *buy-and-hold*, simile a quelli dei fondi di *private equity* (e non a caso il modello utilizzato è quello dei fondi chiusi, che permettono di disporre del capitale nel lungo termine); dall'altro, trattandosi di titoli di credito, essi prestano attenzione non tanto alla possibilità di *upside* del rendimento quanto alla minimizzazione del rischio di insolvenza.

I fondi di investimento specializzati nei *minibond* sono veicoli di investimento (di diritto

#### Box 4.2

##### AIFI e il mercato del *private debt*

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

Sin dal 2013 AIFI ha seguito e collaborato attivamente alla diffusione del *private debt* in Italia. È nata in seno ad AIFI la Commissione Private Debt che raduna i principali fondi operanti in Italia e che è composta ad oggi da una ventina di operatori.

Le statistiche ufficiali presentate semestralmente continuano a mostrare un mercato in espansione con offerta diversificata di sottoscrizione di debito ed erogazione di finanziamenti: esse sono consultabili al link [www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/](http://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/).

A settembre 2020 si è tenuta la terza edizione del Private Debt Award che ha premiato le migliori operazioni realizzate nel corso del 2019, tra un cospicuo numero di candidature, e a febbraio 2021 è stata pubblicata la Guida “I fondi di *private debt*. Un percorso per il mercato”. Con una logica di domande e risposte, il documento presenta un percorso per il mercato, costruito con l'obiettivo di mettere in luce quando e perché rivolgersi ad un fondo di *private debt* e le differenti tipologie di operatori di *private debt* che investono nel sistema imprenditoriale italiano. Proprio all'educazione finanziaria AIFI, con la collaborazione di Deloitte e Legance, ha dedicato un portale *online* ([www.k4g.it](http://www.k4g.it)) facilmente fruibile da imprenditori e *manager* interessati ad interfacciarsi con il mondo del *private equity*, *private debt* e *turnaround* e con modalità di *dissemination* dirette: un test di autovalutazione sulle proprie esigenze di finanziamento, video-pillole tematiche realizzate direttamente dagli operatori e *webinar* dedicati.

Per tenersi informati sull'evoluzione del mercato e sulle iniziative di AIFI, si rimanda all'area dedicata al *private debt* sul sito AIFI e alla *newsletter* giornaliera gratuita Private Capital Today: [www.aifi.it/private\\_capital\\_today/](http://www.aifi.it/private_capital_today/).

italiano o estero) che allocano le proprie risorse prevalentemente o esclusivamente in titoli di debito. Essi raccolgono una serie di *commitment* da parte di possibili investitori quali possono essere gruppi bancari, fondi di fondi, società assicurative, fondazioni. Il capitale raccolto verrà investito in titoli obbligazionari secondo regole prefissate, relative alla tipologia dei titoli stessi, alla scadenza, al settore di *business* del loro emittente, al merito creditizio. Il processo di selezione avviene a cura di un *team* di gestione, che studia accuratamente tutti gli aspetti legati a rischio e rendimento atteso. La decisione di investimento viene presa dal fondo, attraverso regole ben codificate e tipicamente avendo consultato anche i rappresentanti degli investitori. Il fondo può chiedere garanzie all'impresa emittente e può stipulare accordi relativi alla *governance*, per assicurare la massima trasparenza e tutela dell'investimento. Nel tempo, la remunerazione ottenuta dal fondo sarà poi ridistribuita agli investitori, al netto delle commissioni caricate dal gestore.

La Tabella 4.1 descrive i principali investimenti sottoscritti nel 2020 dai fondi di *private debt* nei *minibond*.

Fondo	Investimenti effettuati nei <i>minibond</i>	Società di gestione o veicolo
Antares AZI	Gmi- Gruppo Manifatture Italiane (*,**); IAF Holding SpA (**); Tech 2 SpA (**)	Azimut Libera Impresa SGR
Anthilia BIT III / Anthilia BIT IV Coinvestment Fund	SV SpA; Brazzale SpA; Renergetica SpA; Energetica SpA (*); Baglioni SpA (*); Madre Holding SpA; Ancora Holding Srl Friulair Srl (****); Asja Ambiente SpA (**); De Matteis Agroalimentare SpA (**)	Anthilia Capital Partners SGR
Fondo Impresa Italia	C.M.C. International SpA (*)	Riello Investimenti Partners SGR
Fondo PMI II Italia	BTL Srl (*); Renco Group SpA (*); Feudi di San Gregorio SpA; Nice Footwear SpA; Clabo SpA (3 emissioni, **); AMA SpA; Soletto SpA	Finint Investments SGR
Fondo Progetto Italia	Casavo Delta Srl; Clabo SpA	Amundi SGR
Fondo Rilancio e Sviluppo / SGR	Davia SpA; Le Tricot Perugia SpA; Scatolificio Salernitano SpA; Alessi Domenico SpA; Lucaprint SpA; Tenute Piccini SpA	Sviluppo Imprese Centro Italia (SICI) SGR
Fond Sviluppo Export	Sira Industrie SpA	Amundi SGR
Fondo Veneto Minibond	Antonio Carraro SpA; CIB Unigas SpA; Lucaprint SpA	FVS SGR (Veneto Sviluppo)
Foresight Italian Green Bond Fund	Archimede Investments Srl; IRR Caserta Srl; Parco Eolico Casalduni House S.r.l.	Foresight Group LLP
HI Crescitalia Pmi Fund	Real Sud SpA; Amatec SpA; Neosperience SpA	Hedge Invest SGR
Progetto Minibond Italia	Domori SpA; Europa Factor SpA (*); Heliopolis SpA; Mondial Due SpA; ATI Srl	Zenit SGR
Riverrock Italian Hybrid Capital Fund	ICM SpA (**); Marcolin SpA (**); Saie SpA	Riverrock European Capital Partners LLP
RiverRock Minibond Fund	Mario Lucente SpA; Altoni Leather Italy SpA; Cantina Offida Srl; Pistacchio SpA	Riverrock European Capital Partners LLP
Tenax Italian Credit Fund / Italian Credit Fund I	Eli Srl; Ecopol Holding SpA (*); Aqua Vera SpA (****); Elettra One SpA (****)	Tenax Capital Ltd

**Tabella 4.1**

Gli investimenti dei fondi italiani (o con stabile organizzazione in Italia) di *private debt* effettuati nel 2020 nei *minibond*

(\*) Titolo non compreso nel nostro campione in quanto emesso da una società con codice ATECO K

(\*\*) *Add-on* di investimento precedente

(\*\*\*) Investimento sul mercato secondario

(\*\*\*\*) Titolo non compreso nel nostro campione in quanto emesso da società veicolo al fine di condurre un'acquisizione

È opportuno sottolineare che alcuni di questi fondi non investono solo in *minibond*, ma finanziano le imprese anche attraverso il credito diretto (*direct lending*) mettendosi in concorrenza diretta con gli intermediari bancari; per tale motivo ci si riferisce in generale al mondo dei fondi di *private debt* considerando l'operatività sia sul mercato mobiliare sia su quello del credito. Secondo le ultime statistiche disponibili da AIFI, l'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (si veda il Box 4.2), nel 2020 si sono contate in Italia 410 operazioni chiuse da fondi di *private debt*, in forte crescita rispetto al 2019, quanto erano state 253. Le operazioni hanno interessato 320 imprese. Simmetricamente ai dati di questo Report, scende però il controvalore investito (€ 1.197 milioni rispetto a € 1.322 milioni del 2019). Il 28% degli investimenti riguardava titoli obbligazionari (in diminuzione rispetto al 2019), la rimanente parte finanziamenti diretti (70%) e strumenti ibridi (2%). Il tasso di interesse medio è stato il 3,77% e il 49% dei *deal* ha alimentato le PMI.

**Box 4.3**  
PIR alternativi ed ELTIF

Nel corso degli ultimi anni abbiamo seguito la vicenda dei PIR (Piani Individuali di Risparmio) introdotti dalla Legge 232/2016 ('Legge di Bilancio 2017'). Tecnicamente un PIR è un 'contenitore fiscale' intestato a una persona fisica residente, che può prendere la forma di un deposito titoli, una gestione patrimoniale, un contratto assicurativo o un OICR (Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio, ovvero un fondo comune o SICAV); ad esso viene riservata l'esenzione fiscale rispetto all'imposizione sulle rendite finanziarie (dividendi, cedole, interessi, *capital gain*) e sull'imposta di successione. Devono però valere una serie di condizioni rispetto al mantenimento dell'investimento per almeno 5 anni e alla composizione del portafoglio.

Inizialmente i PIR hanno avuto un grande successo ma le risorse sono state investite più che altro in titoli quotati; praticamente nullo è stato l'impatto sui *minibond*, una *asset class* illiquida non appetibile per i fondi aperti.

Con l'obiettivo di correggere questa tendenza, la Legge di Bilancio 2019 ha imposto alcuni vincoli di investimento in strumenti finanziari emessi da PMI e ammessi alle negoziazioni sui sistemi multilaterali di negoziazione, come AIM Italia e ExtraMOT PRO<sup>3</sup>, e in quote o azioni di fondi di *venture capital*. L'effetto è stato disastroso sull'industria tanto che il D.L. 124/2019 ha cancellato questi vincoli restrittivi.

Il D.L. 34/2020 ('Decreto Rilancio') ha affiancato ai PIR un *plafond* addizionale dedicato agli strumenti illiquidi e alle PMI, noto come 'PIR alternativi'. Essi devono investire (per almeno i due terzi dell'anno solare) non meno del 70% del valore complessivo in strumenti finanziari emessi da imprese quotate italiane o estere residenti nella UE o SEE ma con stabile organizzazione in Italia, diverse da quelle inserite negli indici FTSE Mib e FTSE Mid Cap di Borsa Italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati esteri oppure in strumenti finanziari emessi da imprese non quotate italiane o estere residenti nella UE o SEE con stabile organizzazione in Italia oppure ancora in prestiti/crediti erogati alle predette imprese. Il limite di concentrazione per ogni strumento è pari al 20%. Il D.L. 104/2020 ha stabilito che il limite massimo di investimento è pari a € 300.000 all'anno, con un valore massimo cumulato di € 1.500.000 in 5 anni.

Sono già molte le SGR che stanno arrivando sul mercato con prodotti eleggibili rispetto all'esenzione fiscale, che investiranno nel *private debt* e nei *minibond*, nella forma di Fondi di Investimento Alternativi (FIA) riservati o non riservati. Molte case hanno addirittura costituito delle SGR dedicate agli investimenti nelle PMI (esempi sono Anima Alternative, Azimut Libera Impresa, Eurizon Capital Real Asset).

Eleggibili come 'PIR alternativi' sono pure gli ELTIF (European Long Term Investment Funds), il nuovo strumento introdotto a livello europeo dal Regolamento (UE) 2015/760 per dare accesso agli investimenti illiquidi anche agli investitori *retail*. Si tratta di fondi chiusi destinati a finanziare le PMI non quotate, o quotate ma con capitalizzazione sotto € 500 milioni.

Alla data di pubblicazione di questo quaderno, dagli elenchi di Banca d'Italia risultavano operativi in Italia 15 ELTIF di cui ben 9 autorizzati dal 1/1/2020. Si può prevedere che il loro numero sia destinato a crescere nei prossimi mesi.

Va segnalato che la Legge di stabilità per il 2021, con il fine di offrire un 'paracadute' rispetto a eventuali danni causati dalla pandemia sui conti economici delle imprese, ha introdotto un credito d'imposta per le eventuali perdite e/o minusvalenze derivanti dalla sottoscrizione di un PIR effettuata a partire dal 1/1/2021 e per gli investimenti fatti nel corso del 2021.

Si allunga la lista dei fondi che hanno effettuato la raccolta negli anni scorsi e che oggi sono *fully-invested* e nel 2021 si annunciano nuove iniziative in partenza, anche grazie alle opportunità offerte dai PIR 'alternativi' e dagli ELTIF (si veda il Box 4.3 qui sopra). Amundi SGR dopo i due fondi precedenti ha annunciato il nuovo fondo chiuso di diritto italiano Amundi Eltif AgrItaly PIR, per investire nel debito delle eccellenze agroalimentari italiane attraverso un veicolo ELTIF, eleggibile per gli incentivi fiscali dei PIR 'alternativi' aperto sia a investitori *retail* sia a professionali. Il *target* di raccolta è € 60 milioni. Anthilia Capital Partners SGR lancerà nel 2021 un fondo PIR-*compliant* che investirà in *private debt* e *private equity* (ELTIF Economia Reale Italia). Il *target* di raccolta è pari a € 100 milioni per una durata di 7 anni.

Il gruppo Azimut e Epic hanno annunciato un accordo per la costituzione di Azimut Direct, un nuovo operatore *fintech* che - fra l'altro - supporterà la crescita e lo sviluppo delle PMI italiane, attraverso un'azione congiunta di consulenza, strutturazione e col-

locamento di strumenti di finanza alternativa (fra cui *private debt*) presso investitori istituzionali e privati qualificati.

A settembre 2020 Equita Capital SGR ha annunciato il primo *closing* a € 100 milioni del nuovo fondo di *private debt* (EPD II) e ad oggi ha già investito in quattro operazioni per un importo complessivo di € 42 milioni a fianco di fondi di *private equity* e *club deal*.

Sul fronte della raccolta, nel corso del 2020 la Cassa Depositi e Prestiti ha autorizzato impegni di investimento per un totale di € 50 milioni in due fondi di credito diversificati (Ver Capital Credit Partner SME VII e October SME IV) che permetteranno di catalizzare risorse complessive a favore di PMI e Small Mid Cap pari a circa € 300 milioni.

In Veneto FVS SGR, controllata da Veneto Sviluppo, come avevamo già anticipato un anno fa, di concerto con le banche locali del territorio che hanno investito nel fondo Veneto Minibond, ha deciso di raddoppiare lo sforzo incrementando il *commitment* complessivo del fondo sino a € 48,4 milioni. Inoltre, è stata introdotta una modifica regolamentare allungando la durata dello strumento così che il capitale potrà essere reinvestito in una logica 'rotativa' man mano che rientreranno secondo i piani di rimborso dei *minibond*.





---

## 5. Le prospettive future

I numeri ampiamente commentati nelle pagine precedenti mostrano che nel 2020, nonostante l'emergenza e la volatilità dei mercati finanziari legate alla pandemia, il mercato dei *minibond* ha sostanzialmente tenuto; le imprese emittenti nei mesi scorsi sono state impegnate a dare continuità al *business* e ai posti di lavoro e in questo contesto le emissioni di *minibond* hanno fatto registrare numeri inferiori ma del tutto comparabili a quelli del triennio precedente, e anche migliori se consideriamo solo le PMI: segno di una certa fiducia sia degli imprenditori sia degli investitori.

Possiamo dire che le garanzie pubbliche, potenziate nel 2020, abbiano supportato in modo decisivo il mercato dei *minibond* e contribuito a questo risultato? A nostro avviso il contributo è meno significativo di quanto si possa immaginare, perché - come abbiamo visto dai numeri - le garanzie pubbliche si sono spesso sostituite alla garanzia dell'emittente, non di rado offerta già in passato. Certo in una situazione di fragilità dei conti economici, le 'spalle larghe' dello Stato hanno fatto comodo e questo è evidente soprattutto dalla provenienza in ultima istanza delle risorse investite. Per supportare l'industria dei *minibond* nel 2020, più che le garanzie, sono stati utili i capitali impiegati dalla Cassa Depositi e Prestiti e dal Fondo Europeo per gli Investimenti. Inoltre una quota crescente del mercato è riferita ai *minibond* 'captive' originati interamente all'interno del circuito bancario.

Grande speranza si ripone quindi nei PIR 'alternativi' e negli ELTIF, che potranno incrementare il sostegno del risparmio privato verso i *minibond*. Essi potrebbero anche contribuire a sostenere il mercato secondario dei titoli, che continua ad essere marginale. Crediamo che la sfida del 2021 sia quella di lavorare per evitare uno scenario in cui la qualità dei crediti sui *minibond* emessi in passato possa deteriorare rapidamente, come conseguenza dei risultati di bilancio prevedibilmente poco esaltanti che arriveranno in primavera. Senza necessariamente ricorrere a distribuzioni di denaro pubblico a pioggia, occorre pensare a come favorire meccanismi di ridiscussione delle condizioni dei prestiti e allungamento delle scadenze.

Le risorse pubbliche e private che si stanno riversando sugli investimenti 'sostenibili' sono un'altra opportunità da cogliere anche per le PMI: *green bond* e *social bond* non devono essere un'esclusiva solo per le grandi imprese.

Infine, non ci azzardiamo a fare previsioni sull'evoluzione del mercato nel 2021, che comunque ci sembra essere partito con un *trend* favorevole, più che altro per lecita scaramanzia. Fra un anno avremo modo di parlarvene.



# Appendice

## Elenco delle emissioni di *minibond* nel 2020

	Società emittente	Mese
1	Clabo S.p.A.	gen-20
2	M-Cube S.p.A.	gen-20
3	Casavo Delta S.r.l.	gen-20
4	Eurovo S.r.l.	gen-20
5	Avm Associati S.p.A.	gen-20
6	Altoni Leather Italy S.p.A.	gen-20
7	Prismi S.p.A.	gen-20
8	Sira Industrie S.p.A.	gen-20
9	Fintref S.p.A.	gen-20
10	Tenute Piccini S.p.A.	gen-20
11	Cooperativa Esercenti Farnacia CEF Soc. Coop. a r.l. 2022	gen-20
12	Cooperativa Esercenti Farnacia CEF Soc. Coop. a r.l. 2024	gen-20
13	Sardex S.p.A.	gen-20
14	S.V. S.p.A.	feb-20
15	Codess Soc. Coop. Sociale Onlus	feb-20
16	Antonio Carraro S.p.A.	feb-20
17	Frigomec S.r.l.	feb-20
18	Nosio S.p.A.	feb-20
19	CTI Foodtech S.r.l.	feb-20
20	S.V. S.p.A.	feb-20
21	Ledoga S.r.l.	mar-20
22	Ambienthesis S.p.A.	mar-20
23	Fiorini Packaging S.p.A.	mar-20
24	Vedetta 2 Mondialpol S.p.A.	mar-20
25	Triboo S.p.A.	mar-20
26	Max Moda S.p.A.	mar-20
27	Themis S.p.A.	mar-20
28	Citel Group S.r.l.	apr-20
29	Coelmo S.p.A.	apr-20
30	Italia Power S.p.A.	apr-20
31	La tecnica nel Vetro S.p.A.	apr-20
32	Pinto S.r.l.	apr-20
33	Protom Group S.p.A.	apr-20
34	Sciuker Frames S.p.A.	apr-20
35	Spinosa S.p.A.	apr-20
36	Soletto S.p.A. 2025	apr-20
37	Soletto S.p.A. 2026	apr-20
38	Convergenze S.p.A. Società Benefit	apr-20
39	Eli S.r.l.	apr-20
40	4 Madonne Caseificio dell'Emilia Società Coop. Agricola	apr-20
41	Ferrovie dello Stato Italiane S.p.A.	apr-20
42	Cordifin S.p.A.	apr-20
43	Crif S.p.A.	apr-20
44	Italian Creation Group S.p.A.	apr-20
45	Brazzale S.p.A.	mag-20

	Società emittente	Mese
46	Elettra Investimenti S.p.A.	mag-20
47	Tomasi Auto S.r.l.	mag-20
48	CIB unigas S.p.A.	mag-20
49	Eurosintex S.r.l.	mag-20
50	C.M.C. S.p.A.	mag-20
51	A.M.I.U. Genova S.p.A.	mag-20
52	Dedagroup Stealth S.p.A.	mag-20
53	Plissé S.p.A.	giu-20
54	Archimede Investments S.r.l.	giu-20
55	Alfrus S.r.l.	giu-20
56	Alidaunia S.r.l.	giu-20
57	CDS Hotels S.p.A.	giu-20
58	Cirillo Group S.p.A.	giu-20
59	Links Management & Technology S.p.A.	giu-20
60	Tersan Puglia S.p.A.	giu-20
61	The Digital Box S.p.A.	giu-20
62	Upgrading Services S.p.A.	giu-20
63	ATI S.r.l.	giu-20
64	Lucente Mario S.p.A.	giu-20
65	Edil Baggio S.r.l.	giu-20
66	Immobiliare Marco Polo S.p.A.	giu-20
67	Fratelli Ibba S.r.l.	giu-20
68	ICAB S.p.A.	giu-20
69	EdiliziAcrobatica S.p.A.	lug-20
70	Nice Footwear S.p.A.	lug-20
71	Mondial Due S.p.A.	lug-20
72	Iervolino Entertainment S.p.A.	lug-20
73	C.M.O. S.r.l.	lug-20
74	Condor S.p.A.	lug-20
75	Eton Textile S.p.A.	lug-20
76	Effetre S.r.l.	lug-20
77	Faia S.r.l.	lug-20
78	Graded S.p.A.	lug-20
79	Officine meccaniche irpine S.r.l.	lug-20
80	SalernoPesca S.r.l.	lug-20
81	Scatolificio Salernitano S.p.A.	lug-20
82	Starpur S.r.l.	lug-20
83	Davia S.p.A.	lug-20
84	I.CO.P. S.p.A. Società Benefit	lug-20
85	Futurasun S.r.l.	lug-20
86	Alma Petroli S.p.A.	lug-20
87	Promotica S.p.A.	lug-20
88	Ermes S.r.l.	lug-20
89	Industrie Saleri Italo S.p.A	lug-20
90	Renenergetica S.p.A.	ago-20
91	Alessi Domenico S.p.A.	ago-20
92	Guala Dispensing S.p.A.	ago-20
93	Amendola trasporti e logistica S.r.l.	ago-20
94	Cesare Attolini S.p.A.	ago-20
95	Industria Benessere Italiana Materassi S.r.l.	ago-20

	Società emittente	Mese
96	Insem S.p.A.	ago-20
97	S.A.C.S. S.r.l.	ago-20
98	Trade coffee S.r.l.	ago-20
99	Union Gas Metano S.p.A.	ago-20
100	Viniexport S.r.l.	ago-20
101	Saxa Gres S.p.A.	ago-20
102	Immobiliare Percassi S.p.A.	ago-20
103	Edil Baggio S.r.l.	ago-20
104	Fratelli Ibba S.r.l.	set-20
105	Bomi Italia S.p.A.	set-20
106	Bioitalia S.r.l.	set-20
107	Istituto Diagnostico Varelli S.r.l.	set-20
108	Italced S.p.A.	set-20
109	Magsistem S.p.A.	set-20
110	Qualityagro S.r.l.	set-20
111	Vrent S.p.A.	set-20
112	V.E.P. S.r.l.	set-20
113	G.A.M. Gestione Alberghi Mare S.r.l.	set-20
114	Marina Palace Hotel S.r.l.	set-20
115	GinoMenazza S.r.l.	set-20
116	Hotel Nettuno S.r.l.	set-20
117	Uniti S.r.l.	set-20
118	Saamj S.r.l.	set-20
119	Hotel Ca'di Valle S.r.l.	set-20
120	Effekappa Investimenti S.r.l.	set-20
121	Gaierhof S.p.A.	set-20
122	Solis S.p.A.	set-20
123	Irplast S.p.A.	set-20
124	Libra S.r.l.	set-20
125	Lotus Production S.r.l.	set-20
126	Innovative-RFK S.p.A.	ott-20
127	Hal Service S.p.A.	ott-20
128	Olpneus S.r.l.	ott-20
129	Real Sud S.p.A.	ott-20
130	SECAP S.p.A.	ott-20
131	AEA S.r.l.	ott-20
132	Azienda Gardesana Servizi S.p.A 2034	ott-20
133	Azienda Gardesana Servizi S.p.A 2037	ott-20
134	Azienda Gardesana Servizi S.p.A 2044	ott-20
135	Livenza Tagliamento Acque S.p.A. 2034	ott-20
136	Livenza Tagliamento Acque S.p.A. 2037	ott-20
137	Livenza Tagliamento Acque S.p.A. 2044	ott-20
138	Piave Servizi S.p.A. 2034	ott-20
139	Piave Servizi S.p.A. 2037	ott-20
140	Piave Servizi S.p.A. 2044	ott-20
141	Consorzio Innova Società Cooperativa	ott-20
142	Le Tricot Perugia S.p.A.	ott-20
143	Pistacchio S.p.A.	ott-20
144	LMA Group S.p.A.	ott-20
145	Natur-world S.p.A.	ott-20

	Società emittente	Mese
146	Caseificio Pugliese F.lli Radicci S.p.A.	ott-20
147	Personal Factory S.p.A.	ott-20
148	Saie S.p.A.	nov-20
149	Valtellina S.p.A.	nov-20
150	Gelesis S.r.l.	nov-20
151	Casa di Cura Petrucciani del prof. Nicola Petrucciani & C. S.r.l.	nov-20
152	Itel Telecomunicazioni S.r.l.	nov-20
153	Dream Project S.p.A.	nov-20
154	Cedat 85 S.r.l.	nov-20
155	RossoGarganoSocietà Consortile Agricola p.a.	nov-20
156	Neosperience S.p.A.	nov-20
157	Amatec S.p.A.	nov-20
158	Plissè S.p.A.	nov-20
159	Lion S.p.A.	nov-20
160	Co.Imp S.r.l.	nov-20
161	ARC Real Estate S.p.A.	dic-20
162	Heliopolis S.p.A.	dic-20
163	Domori S.p.A.	dic-20
164	Alessi Domenico S.p.A.	dic-20
165	Società Italiana Trasporti (SIT) S.p.A.	dic-20
166	Madre Holding S.p.A.	dic-20
167	Ancora Holding S.r.l.	dic-20
168	Lucaprint Group S.p.A.	dic-20
169	Cantori S.r.l. 2021	dic-20
170	Cantori S.r.l. 2026	dic-20
171	Parco Eolico Casalduni House S.r.l.	dic-20
172	Capilor S.p.A. 2024	dic-20
173	Capilor S.p.A. 2027	dic-20
174	AreaDerma S.r.l.	dic-20
175	BIT4ID S.r.l.	dic-20
176	Enega S.r.l.	dic-20
177	Travel Plast S.r.l.	dic-20
178	I.S.A. S.r.l	dic-20
179	Logistica CO.MI. S.r.l	dic-20
180	Prismi S.p.A.	dic-20
181	Gruppo Industriale Buoninfante S.p.A.	dic-20
182	Com.Stamp. S.r.l	dic-20
183	Aedes Società di Investimento Immobiliare S.p.A.	dic-20
184	Vetreria Palmese S.r.l.	dic-20
185	Tolentino S.p.A.	dic-20
186	United Brands Company S.p.A.	dic-20
187	IRR Caserta S.r.l.	dic-20
188	Insem S.p.A.	dic-20
189	Cantina Offida S.r.l.	dic-20
190	BrunoFarmaceutici S.p.A.	dic-20
191	La Contadina S.r.l.	dic-20
192	Garden In Town S.p.A.	dic-20
193	Emmeffeci S.r.l.	dic-20
194	Scatolificio Salernitano S.p.A.	dic-20



---

# La School of Management



**POLITECNICO**  
**MILANO 1863**  
SCHOOL OF MANAGEMENT

La School of Management del Politecnico di Milano, costituita nel 2003, accoglie le molteplici attività di ricerca, formazione e alta consulenza, nel campo dell'economia, del *management* e dell'*industrial engineering*, che il Politecnico porta avanti attraverso le sue diverse strutture interne e consortili.

La School of Management ha ricevuto, nel 2007, il prestigioso accreditamento EQUIS. Inserita nella classifica del Financial Times delle migliori Business School d'Europa dal 2009, la Scuola è presente anche nei QS World University Rankings e nel Bloomberg Businessweek Ranking.

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

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

La School of Management ha una Core Faculty di oltre 110 docenti ed attrae professori a contratto provenienti dalle migliori università. La loro collaborazione non si limita all'insegnamento, ma consiste anche nel progettare e organizzare programmi di formazione congiunti.

Fanno parte della Scuola: il Dipartimento di Ingegneria Gestionale e MIP Graduate School of Business che, in particolare, si focalizza sulla formazione *executive* e sui programmi Master. In questo ultimo ambito l'area Finance offre una serie di moduli didattici in prodotti come MBA, Executive MBA e Master specialistici, così come corsi ad hoc dedicati ai temi della finanza aziendale, della consulenza finanziaria, del *fintech*, dell'ESG finance.

Il gruppo di Entrepreneurship Finance & Innovation della School of Management è attivo in numerosi progetti di ricerca finanziati da società esterne, dall'Unione Europea e da altri enti su temi quali la quotazione in Borsa, la raccolta di capitale, il *crowdfunding*, la finanza imprenditoriale nelle *startup* innovative, le tematiche di ESG *investing* e di *climate finance*, i finanziamenti alternativi per le PMI, le *initial coin offerings*.

Nell'ambito della Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale, dal 2014 erogata anche in lingua inglese, esiste una *concentration* specifica in Finance. Numerosi sono gli studenti laureati che occupano posizioni di prestigio in banche, società finanziarie, SIM, SGR e imprese private, in Italia e all'estero nelle maggiori piazze finanziarie. Gli studenti del Politecnico si sono anche distinti orgogliosamente per la vittoria in competizioni accademiche sul tema finanziario come il CFA Institute Research Challenge.

Internet: [www.som.polimi.it](http://www.som.polimi.it)



---

# Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca

Gruppo di ricerca: Giancarlo Giudici (direttore scientifico), Marco Tardivo, Francesco Vimercati.

Comitato scientifico: Francesca Bartoli, Simone Brugnera, Leonardo Frigiolini, Danilo Maiocchi, Fabrizio Negri.

*Per qualsiasi commento e richiesta di informazioni:*  
info@osservatoriomibond.it

## ***Partner***

- ADB Corporate Advisory
- Banca Finint
- Cassa Depositi e Prestiti
- Cerved Rating Agency
- Epic SIM
- Foresight Group
- Frigiolini & Partners Merchant
- Mediocredito Trentino Alto Adige
- Opstart
- Orrick

## ***Partner istituzionali***

- Borsa Italiana
- Innexa - Consorzio Camerale Credito e Finanza

## ***Media partner***

- BeBeez



ADB Corporate Advisory  
www.adb.it

ADB Corporate Advisory SpA è una società di consulenza indipendente specializzata in attività di finanza straordinaria a supporto delle PMI italiane con sedi a Torino e Milano.

La società fa parte del Gruppo ADB, fondato nel 1985 a Torino da un gruppo di ingegneri e agenti di cambio, primo operatore in Italia ad offrire servizi telematici di banca dati, informazione e analisi economico-finanziaria. Il Gruppo ADB oggi conta 4 società attive nella consulenza finanziaria, *data providing* e sviluppo di piattaforme *fintech* per operatori finanziari.

Con il supporto di *senior advisor* di comprovata esperienza, i servizi di consulenza offerti si diversificano su quattro linee di *business* altamente sinergiche e complementari:

- Debt Capital Markets: strutturazione di emissioni obbligazionarie per PMI;
- Equity Capital Markets: mercato dei capitali e finanza mobiliare;
- M&A e Corporate Finance: operazioni di finanza straordinaria, acquisizioni e cessioni;
- Fund Advisory: *advisor* finanziario per fondi di investimento specializzati in PMI.

Nel 2013 ADB è stata *advisor* della prima emissione di *minibond* in Italia. Dal 2014 ADB è *advisor* del Fondo di Investimento Progetto MiniBond Italia gestito da Zenit SGR. Nel 2015 ADB diventa Fixed Income Partner di Borsa Italiana ed External Provider di una primaria Banca internazionale ed è *advisor* di una delle più importanti IPO su AIM Italia. Nel 2016 nasce ADB Corporate Advisory come *spin-off* della divisione *corporate finance* di ADB SpA. Nel 2019 ADB supera la soglia di 50 emissioni di *minibond* nelle quali è stata coinvolta in qualità di Issuer Advisor e Fund Advisor. Nel 2020 prende il via il progetto Basket Loan, ideato da ELITE, FISG (Banca Finint) e ADB Corporate Advisory con l'obiettivo di veicolare in maniera concreta e diversificata nuova liquidità dal sistema bancario alle imprese italiane.



## BANCA FININT

BEST PEOPLE BEST BUSINESS

Banca Finint  
www.bancafinint.com  
www.minibond.tv

Banca Finint è una tra le più attive *investment bank* operanti nel mercato italiano del Corporate & Investment Banking, della finanza strutturata e dell'*asset management*. Nata a fine 2014, è il punto di arrivo di oltre 35 anni di attività del Gruppo Finanziaria Internazionale, fondato nel 1980 da Enrico Marchi e altri soci. Con sede a Conegliano (TV) e uffici a Milano, Roma e Trento, impiega oltre 350 persone.

Banca Finint è specializzata nel Corporate & Investment Banking (*minibond*, *specialized lending*, cartolarizzazioni, *covered bond*, *basket bond* e finanza straordinaria) sostenendo le imprese e l'economia reale dei territori in cui opera. Finint Investments SGR, la società di gestione del risparmio del Gruppo, è attiva nella gestione di fondi mobiliari e immobiliari tra cui fondi di *minibond*, di Social e Student Housing e di Energy.

Nei *minibond* Banca Finint si è distinta fin dal 2012 come operatore globale ricoprendo diversi ruoli e portando al settore intero un elevato grado di innovazione. Si contraddistingue come:

- *arranger* dei primi programmi di debito strutturato come *bond* di sistema (Viveracqua Hydrobond, Elite Basket Bond, Export Basket Bond Programme e Elite Basket Bond Lombardia e Garanzia Campania Bond);
- ideatore del primo fondo italiano di *minibond* con la propria SGR: ad oggi 3 fondi di *private debt* per oltre € 400 milioni (Fondo PMI Italia I e II e il Fondo Strategico Trentino-Alto Adige), vantando un *track record* di 100 investimenti per quasi € 350 milioni e un *team* di 8 risorse interamente dedicato all'*origination*, valutazione e monitoraggio degli investimenti.

Il Gruppo Banca Finint ha effettuato oltre 150 operazioni di *minibond* per un controvalore totale di quasi € 1,5 miliardi.

Top Arranger dal 2012 ad oggi secondo l'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano. Premiato nella categoria Private Debt ai Finance Community Awards come Team of the Year 2017 e 2019 e come Professional of the Year 2020.



Dal 1850 Cassa Depositi e Prestiti (CDP) contribuisce allo sviluppo economico italiano investendo per la competitività, finanziandosi attraverso il risparmio postale e altri capitali raccolti sul mercato. Nel gruppo CDP operano diverse realtà, fra cui Sace, Simest, Fintecna, CDP Equity, CDP Industria, CDP Reti, CDP Immobiliare e CDP Immobiliare SGR.

CDP sostiene lo sviluppo del mercato dell'*alternative financing* operando lungo tre direttrici:

- sottoscrizione di *minibond* di dimensioni medio grandi, finalizzati al sostegno dei piani di crescita sia interna che esterna e dei piani di investimento in ricerca, sviluppo, innovazione e *green economy* da parte di aziende del segmento *mid-corporate*;
- investimenti in fondi di credito 'diversificati' (Diversified Loan Funds, DLF), con il ruolo di *anchor investor* e in *partnership* con il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI), caratterizzati da un elevato livello di granularità del portafoglio;
- supporto allo sviluppo di *asset class* innovative quali operazioni di cartolarizzazione di *minibond* (cosiddetti *basket bond*), con il ruolo di *anchor investor*.

Nel 2020 CDP ha perfezionato alcune operazioni di sottoscrizione di *minibond* per un ammontare complessivo pari a € 35 milioni, l'investimento in due fondi di credito diversificati, in *partnership* con il FEI, per complessivi € 50 milioni, il lancio e la sottoscrizione in collaborazione con Regione Puglia e Regione Campania dei "Basket Bond Puglia" e "Garanzia Campania Bond" per un ammontare pari a € 150 milioni. Visto il successo dell'operazione citata, CDP ha avviato la valutazione di ulteriori operazioni di sistema e di *basket bond* regionali, finalizzate a supportare la crescita delle PMI italiane. Nella medesima ottica di sostenere l'accompagnamento verso il mercato dei capitali, CDP è azionista e *partner* di riferimento di Elite, piattaforma che sviluppa programmi di supporto alle imprese e combina *training*, tutoraggio e accesso a fonti di finanziamento alternative e che vede la partecipazione di oltre 1.400 imprese a livello internazionale.

Cassa Depositi e Prestiti  
www.cdp.it



Cerved Rating Agency è l'agenzia di *rating* italiana.

Grazie al lavoro di un *team* di oltre 150 analisti specializzati contribuisce alla trasparenza e all'integrità dei mercati finanziari: le analisi e opinioni dell'agenzia supportano le istituzioni finanziarie e gli investitori a indirizzare consapevolmente le scelte di investimento e le imprese per proporsi in maniera trasparente verso i propri *stakeholder*.

Cerved Rating Agency è specializzata nella valutazione del merito di credito di imprese non finanziarie italiane e delle emissioni di titoli di debito: emette *rating* del credito *solicited* e *unsolicited* utilizzati anche a fini regolamentari.

Inoltre valuta la sostenibilità degli operatori economici (imprese, istituti finanziari, assicurazioni) attraverso soluzioni ESG innovative (Environmental, Social, Governance) in linea con le *best practice* internazionali.

A supporto delle attività analitiche l'agenzia svolge un'intensa attività di ricerca che attraverso analisi, studi e approfondimenti tematici consente di comprendere l'evolversi degli scenari macro-economici.

Cerved Rating Agency  
ratingagency.cerved.com



Epic SIM  
www.epic.it

Epic è il *marketplace* dell'economia reale, specializzato in *minibond*, *loans*, *private* e *public equity*, e *club deal*. Epic agisce come intermediario indipendente tra imprese e investitori e offre, in modo trasparente e con costi contenuti, alle prime di trovare finanziamenti per i propri progetti di crescita a medio-lungo termine, alternativi al credito bancario, ai secondi una nuova *asset class* per ottimizzare il rendimento del proprio portafoglio.

Nel concreto, Epic opera attraverso la piattaforma *fintech* epic.it, che favorisce l'incontro tra PMI italiane ad alto potenziale e una platea selezionata di investitori istituzionali e privati qualificati interessati a operazioni di *equity* o di debito di medio-lungo periodo, per sostenere la crescita dell'impresa. Grazie all'unione di elevate capacità professionali di finanza strutturata sui mercati del debito e dell'*equity* con processi IT di *corporate analysis* e distribuzione in logica *fintech*, Epic è in grado di garantire ai propri clienti specializzazione e velocità.

Epic è in continua evoluzione, per rispondere al meglio alle esigenze delle imprese. Dal settembre del 2019 è stato sviluppato un canale di *direct lending* dedicato a finanziamenti di importo inferiore ai 5 milioni di euro, mentre nel corso del 2020 sono stati messi a punto specifici strumenti di finanza strutturata, per soddisfare in maniera sempre più completa le esigenze delle imprese. Tra le principali novità avviate da Epic è possibile citare le operazioni di cartolarizzazione di prestiti garantiti, efficienti per le banche, che spesso non hanno la tecnologia per gestire rapidamente una mole crescente di pratiche, ed efficienti per le imprese, che riescono così a reperire risorse in tempi molto più rapidi.

## Foresight

FOR A SMARTER FUTURE

Foresight Group  
www.foresightgroup.eu

Foresight Group è un gestore di fondi indipendente con più di 30 anni di esperienza, *leader* nel settore delle infrastrutture e del *private equity*. Attualmente gestisce quasi € 7,7 miliardi raccolti tra investitori istituzionali, *family office* e clientela *retail*.

Foresight è attiva come *fund manager* nel Sud Europa, in Gran Bretagna e in Australia, con uffici a Londra, Roma, Madrid, Seoul, Sydney, Nottingham, Manchester, Leicester, Edimburgo e Cambridge.

Nel Sud Europa, Foresight è presente dal 2008, dove ha investito oltre € 100 milioni di *equity* in progetti fotovoltaici, per una capacità installata totale di oltre 100 MW, curando tutta la catena del valore dell'investimento, lo *scouting*, la strutturazione, nonché il debito, bancario e non. Il Gruppo è ora attivo in Europa, con particolare attenzione alle politiche ESG, attraverso molteplici fondi tra cui ForVEI II (*vintage* della prima esperienza) dedicato all'acquisizione di impianti fotovoltaici nel mercato secondario e Iberian Solar Group, attivo nell'emergente settore della *grid parity* in Spagna e Portogallo.

All'inizio del 2018 Foresight ha dato vita al primo fondo di debito sulle energie rinnovabili e sull'efficienza energetica per finanziare progetti infrastrutturali in Italia: il Foresight Italian Green Bond Fund. Con una *size* di € 75 milioni è stato sottoscritto al 20% dalla Banca Europea per gli Investimenti, oltre a casse di previdenza, assicurazioni e *family office*. Il Green Bond Fund finanzia, mediante la sottoscrizione di *bond senior secured*, quotati sul segmento ExtraMOT Pro<sup>3</sup> di Borsa Italiana, progetti di energia rinnovabile ed efficienza energetica sul territorio italiano (da € 5 milioni a € 15 milioni). Ad oggi il fondo ha investito in diversi settori tecnologici tra cui biomassa, illuminazione pubblica, solare a concentrazione ed eolico.





FRIGIOLINI & PARTNERS  
MERCHANT

Frigiolini & Partners Merchant è un gruppo indipendente che coniuga la competenza di un Advisor finanziario e di un Global Coordinator specializzato in *minibond* delle PMI con la capacità di collocamento sul mercato primario di un portale di *crowdfunding* vigilato (attraverso la controllata Fundera). Questa integrazione consente al Gruppo F&P Merchant di gestire *in house* l'intero processo di emissione degli strumenti alternativi al credito bancario, dallo *scouting* al *building* fino al *placement*, senza la necessità di delegare a terzi parte delle attività ancillari, con notevole risparmio di tempi e di costi per l'emittente. F&P Merchant ha sede a Genova ma opera su tutto il territorio nazionale. Il suo *team* vanta un'esperienza pluriennale sui mercati finanziari. Dal 2015 ad oggi è al vertice per numero di PMI assistite nell'emissione di *minibond* e ha il monopolio dei cosiddetti 'Minibond short term' cioè con durata inferiore a un anno. Il punto di forza di F&P è l'indipendenza e l'assenza di conflitti di interesse ma il vero valore aggiunto è l'approccio *fintech* grazie al quale è stata allargata la platea di investitori anche a quelli *retail*. La gestione via *web* riduce tempi e costi e non genera burocrazia cartacea. Pur nel pieno rispetto della Direttiva MiFID II per la clientela *retail*.

La controllata Fundera è il primo portale di *crowdfunding* autorizzato da Consob a collocare *minibond* sul mercato primario ed il primo portale accreditato da SACE per la presentazione di pratiche di Garanzia Italia sui *minibond*.

F&P ha realizzato molteplici sperimentazioni sui *minibond* fra cui, per prima, soluzioni con garanzia 100% sul capitale (quotate in Borsa) e soluzioni collettive (i cosiddetti 'Pluribond', ovvero *basket* di *bond* settoriali o geografici), anch'essi assistiti da garanzia integrale. L'ultima novità è un *bond* con garanzia 90% concessa da SACE e pagamento degli interessi dell'intero periodo in via anticipata. Dal 2020 sono oltre 40 le emissioni di *minibond* pubblicate sul portale Fundera.

**Frigiolini & Partners  
Merchant**

[www.fepmerchant.it](http://www.fepmerchant.it)

[www.fundera.it](http://www.fundera.it)



MEDIOCREDITO  
INVESTITIONSBANK  
TRENINO ALTO ADIGE SÜDTIROL

Mediocredito Trentino Alto Adige sostiene da oltre 60 anni lo sviluppo delle piccole e medie imprese con il credito a medio e lungo termine, la consulenza finanziaria, le operazioni di finanza straordinaria.

Si propone come Corporate e Investment Bank attraverso l'attività delle sei sedi operative di Trento, Bolzano, Treviso, Padova, Brescia e Bologna, per consigliare e assistere le aziende negli investimenti sia materiali che immateriali, come la ricerca e lo sviluppo, attingendo anche a fondi agevolati nazionali ed europei.

La banca può assumere, per i propri clienti, anche un ruolo di *partner* di capitale, e non solo di debito, con operazioni di intervento in quote di *equity* di minoranza, associate ad accordi parasociali con il socio di maggioranza, finalizzate a piani di sviluppo e ad eventuali successive quotazioni sul mercato dei capitali.

È specializzata nella finanza di progetto e di opere pubbliche, con un *desk* dedicato, per investimenti in energia rinnovabile ed infrastrutture.

Grazie alla competenza acquisita in operazioni di finanza straordinaria, Mediocredito opera nei ruoli di *advisor*, di *arranger* e di sottoscrittore di *minibond*, seguendo le società emittenti in tutti i necessari passaggi fino all'emissione del titolo.

Nel dettaglio offre alle aziende la consulenza finanziaria per la redazione dei *business plan*, fornisce il supporto legale per gli aspetti formali, normativi, per la predisposizione del Regolamento del prestito e garantisce la necessaria assistenza fino alla fase finale di emissione del titolo, che sottoscrive interamente o in parte insieme ad altri investitori istituzionali *partner*.

Recentemente la banca ha lanciato, con l'aiuto di una Fintech, una piattaforma di raccolta completamente *online*: Conto Rifugio, un conto deposito dedicato ai risparmiatori che coniuga i valori della banca - sicurezza, solidità, affidabilità - con la modernità della tecnologia.

**Mediocredito**

**Trentino Alto Adige**

[www.mediocredito.it](http://www.mediocredito.it)

[www.contorifugio.it](http://www.contorifugio.it)



**Opstart**  
[www.opstart.it](http://www.opstart.it)  
[www.crowdbase.it](http://www.crowdbase.it)  
[www.crowdbond.it](http://www.crowdbond.it)

Qualificato nel 2020 come primo gestore italiano per raccolta di capitali in *equity crowdfunding*, Opstart è il portale *web* in cui è possibile investire in modo facile, veloce e sicuro in aziende innovative e ad alto potenziale di crescita.

Il nostro obiettivo è l'introduzione di nuove soluzioni per fornire capitali all'economia reale e offrire opportunità di investimento alternative e diversificate agli investitori, basate sulla condivisione in *crowdfunding* e le più avanzate tecnologie Fintech. Per questa ragione, abbiamo apportato nel mercato le principali innovazioni del settore, tra cui il regime alternativo di intestazione delle quote *ex art. 100-ter* del TUF con Directa Sim, la possibilità di pagare in bitcoin, Crowdarena, la prima bacheca *online* europea dedicata alla pubblicazione di annunci di acquisto e vendita di quote e azioni di *startup* e PMI, e Crowdfunding®, marchio registrato concesso in licenza esclusiva a Opstart Srl, che contraddistingue l'omonima piattaforma di *equity crowdfunding* e il percorso attraverso la quale è possibile replicare con tempi e costi estremamente contenuti, le costose IPO in borsa.

Ad oggi, con l'apertura delle divisioni dedicate al Real Estate, alla Green Economy, a Crowdbond, la divisione dedicata a *minibond* e titoli di debito delle PMI, e a Crowdlender che si occuperà di finanziamenti in *lending crowdfunding*, Opstart ha dato il via al progetto Crowdbase, un unico *hub* che offre soluzioni di finanziamento alternative per le PMI e in cui gli investitori possono avere accesso a una vasta gamma di strumenti d'investimento innovativi basati sul *crowd*.

Il portale è sottoposto alla vigilanza della Consob ed è iscritto alla sezione ordinaria dell'apposito registro con iscrizione n. 18, delibera n° 19441.



**Orrick**  
[www.orrick.it](http://www.orrick.it)

Orrick, studio legale internazionale fondato a San Francisco nel 1863, è presente in Italia dal 2003 con le sedi di Milano e Roma e conta oltre 130 professionisti di primo piano, le cui competenze sono largamente riconosciute dai *player* del mercato economico e finanziario, italiano ed internazionale.

Nell'ambito specifico dei *minibond*, il Finance Team di Orrick vanta la più ampia esperienza nel mercato legale italiano, avendo curato il maggior numero di emissioni di prestiti obbligazionari finora quotati sui segmenti ExtraMOT PRO.

Orrick ha fornito assistenza nel processo di ristrutturazione di alcuni prestiti obbligazionari, portato a termine la prima emissione in forma dematerializzata di cambiali finanziarie e collaborato alla costituzione di tre tra i principali fondi specializzati in investimenti in *minibond*.

Il Finance Team di Orrick è *partner* di Borsa Italiana nel progetto ExtraMOT PROLinK, il portale dedicato al mercato ExtraMOT PRO<sup>3</sup> in *partnership* con i più esperti operatori del settore.

Tra i più recenti riconoscimenti del settore il *team finance* è stato insignito del titolo di Studio Legale 2020 nella categoria Minibond da MF Class Editori.



PARTNER



[www.osservatoriominibond.it](http://www.osservatoriominibond.it)



BANCA FININT  
BEST PEOPLE BEST BUSINESS



FRIGIOLINI & PARTNERS  
MERCHANT

Foresight  
FOR A SMARTER FUTURE



PARTNER  
ISTITUZIONALI



Consorzio Camerale  
Credito e Finanza

MEDIA  
PARTNER

