



POLITECNICO
MILANO 1863
SCHOOL OF MANAGEMENT

Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation

8° Report italiano sui Minibond

marzo 2022

Indice

	pagina
Introduzione	2
Executive summary	3
1. Minibond: definizioni e contesto	7
□ Definizioni metodologiche	7
□ Il contesto del mercato del capitale per le PMI	8
□ La normativa rilevante	12
□ Il segmento obbligazionario ExtraMOT PRO ³ di Borsa Italiana	13
□ I <i>minibond</i> in Europa nel 2021	19
2. Le imprese emittenti	21
□ Il campione aggiornato fino al 2021: statistiche descrittive	21
□ Le operazioni di <i>'basket bond'</i>	26
□ I costi del collocamento	28
□ Le motivazioni del collocamento	29
□ L'analisi dei bilanci	31
□ <i>Focus</i> : investimenti e assunzioni dopo l'emissione	35
3. Le emissioni	39
□ La tassonomia dei <i>minibond</i>	39
□ Le emissioni fino al 2021: statistiche descrittive	40
□ Scadenza e remunerazione offerta	43
□ Il <i>rating</i>	47
□ Opzioni, <i>covenant</i> e garanzie	49
□ <i>Focus</i> : i <i>minibond green</i>	52
4. Gli attori della filiera	55
□ I consulenti finanziari: gli <i>advisor</i>	55
□ I consulenti legali	56
□ Gli <i>arranger</i>	56
□ Le società di <i>rating</i>	57
□ Gli investitori	57
□ Le banche agenti e le banche depositarie	58
□ Portali dedicati ai <i>minibond</i>	58
□ I fondi di <i>private debt</i> attivi sui <i>minibond</i>	60
5. Le prospettive future	63
Appendice. Elenco delle emissioni di <i>minibond</i> nel 2021	65
Elenco delle emissioni legate al Fondo Patrimonio PMI di Invitalia (2020-2021)	70
La School of Management	73
Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca	75

Introduzione

Nel momento in cui scriviamo sembrano tornare alla ribalta in Europa pericoli che pensavamo ormai superati da tempo, e che invece ci coinvolgono da vicino: non è chiaro quanto di tutto ciò sia transitorio e quanto invece sia preludio di nuovi equilibri geopolitici, ma nei fatti stiamo vivendo una nuova fase di incertezza i cui esiti economico-finanziari non sono banali (senza dimenticare la tragedia che uomini e donne stanno vivendo a causa della guerra). Il dato di fatto è che i prezzi delle materie prime e delle risorse energetiche stanno impattando negativamente sulle imprese industriali e il mondo bancario deve gestire possibili problemi nei flussi di pagamenti legati alle sanzioni. In questo clima poco piacevole siamo a fare il punto sull'industria dei *minibond* in Italia, che nel 2021 è andata bene: ha recuperato i livelli pre-Covid e conquista nuove posizioni. Nuove emittenti si affacciano sul mercato, si ampliano i programmi di *basket bond*, cresce la raccolta da parte dei fondi dedicati.

Nel Report di quest'anno trovate anche due approfondimenti specifici: uno sull'andamento degli investimenti in conto capitale e dell'occupazione dopo l'emissione (dove si documenta - numeri alla mano - la capacità delle emittenti di *minibond* di creare nuovi posti di lavoro), uno sul tema dei *minibond green*, a testimoniare l'attenzione che il mercato finanziario riserva nei confronti della sostenibilità e che sta contagiando anche i *minibond*.

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!

marzo 2022

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 veicoli per acquisizioni, 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.

Anche nel 2021 l'industria dei *minibond* ha conquistato nuove emittenti e ha confermato le posizioni (si veda la Figura 0.1) supportata dalle garanzie pubbliche potenziate a valle degli effetti della pandemia Covid-19. Un'ulteriore spinta è arrivata dalla misura del Fondo Patrimonio PMI di

Invitalia, che fra il 2020 e il 2021 ha coinvolto 154 imprese, per un controvalore complessivo di € 264,5 milioni; tali emittenti ed emissioni non sono considerate nei numeri che seguono a causa della standardizzazione di questi *minibond*. Sono comunque a tutti gli effetti titoli di debito che hanno consentito di raccogliere risorse (si veda ancora la Figura 0.1).

Le imprese emittenti

La ricerca, considerando i parametri prima introdotti, ha identificato 832 imprese italiane che alla data del 31 dicembre 2021 avevano collocato *minibond*; di queste, 520 (il 62,5%) sono PMI in base alla definizione UE. Nel 2021 le emittenti sono state 200 (di cui ben 163 si sono affacciate sul mercato per la prima volta), in aumento rispetto alle 173 del 2020.

Le emittenti del 2021 sono per il 52,0% SpA, per il 45,0% Srl (tipologia in forte aumento) e per il 3,0% società cooperative.

Si è visto un buon aumento delle emittenti che presentavano un fatturato di conto economico fino a € 10 milioni e c'è stato un

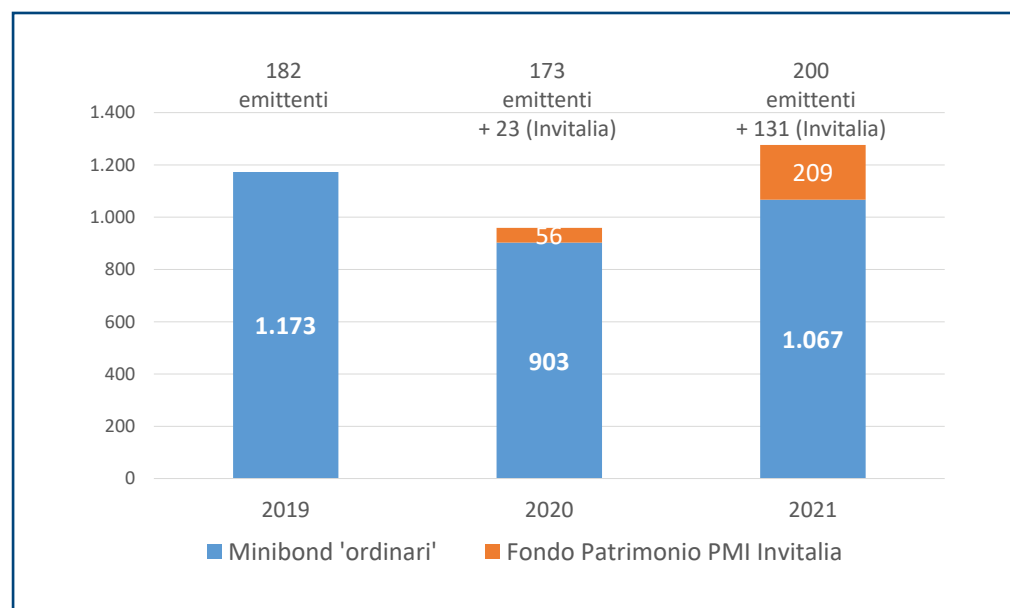


Figura 0.1

Riassunto sui numeri dell'industria italiana dei *minibond* nell'ultimo triennio (emissioni sotto € 50 milioni di società non finanziarie). Valori delle emissioni in € milioni

recupero per le imprese con ricavi fra € 100 milioni e € 500 milioni.

Per quanto riguarda il settore di attività, il comparto manifatturiero è in testa (41,5% del campione 2021) seguito dal commercio (14,0%).

La Lombardia torna prima per numero di emittenti (45) seguita da Campania (39) ed Emilia Romagna (27).

Nel 2021 hanno acquisito ulteriore spazio i *basket bond*, ovvero progetti di sistema volti ad aggregare le emittenti per area geografica o per filiera produttiva, anche attraverso operazioni di cartolarizzazione. Fino ad oggi sono state contate 11 iniziative che hanno catalizzato oltre € 1,2 miliardi di risorse.

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'.

Quest'anno viene proposto un focus specifico, per le emittenti del 2016-2017-2018, sulla crescita degli investimenti e degli occupati dopo l'emissione. Per quanto riguarda il flusso di investimenti in immobilizzazioni materiali e immateriali si trovano risultati abbastanza variabili, ma con una tendenza alla crescita degli impieghi, sia prima sia dopo l'emissione, anche se in modo non marcato. Per quanto riguarda l'occupazione, i dati mostrano che le emittenti del triennio considerato hanno generato quasi 8.000 nuovi posti di lavoro, con un incremento del 19,3% rispetto all'organico al momento dell'emissione.

Le emissioni

Il database dell'Osservatorio è arrivato a collezionare 1.220 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 arriva a € 8,07 miliardi (€ 2,85 miliardi considerando solo le emissioni fatte da PMI).

Il 2021 ha contribuito con € 1,067 miliardi da 219 emissioni (l'anno scorso erano state 191) di cui il 43% è stato di importo inferiore a € 2 milioni. Il valore medio tendenziale dei collocamenti nel secondo semestre 2021 è pari a € 4,75 milioni.

Solo una piccola parte dei titoli è stata quotata su un mercato borsistico; nel 2021 tale percentuale è stabile al 15% (il 12% su ExtraMOT PRO³ e il 3% 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 2021 è 5,63 anni (in diminuzione rispetto al 2020).

La maggioranza 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 2022 sono in scadenza *minibond* sotto € 50 milioni per € 404 milioni.

Per quanto riguarda la cedola, nella maggioranza dei casi è fissa ma in 39 emissioni del 2021 è indicizzata. Cresce leggermente la remunerazione (la media è 3,65% rispetto a 3,61% dell'anno prima) anche grazie a numerose emissioni che prevedono garanzie pubbliche rilasciate dal Fondo di Garanzia nazionale, da SACE, dalle finanziarie regionali o privatamente dalle emittenti stesse. I titoli senza garanzie sono ormai una minoranza del mercato.

Il ricorso al *rating* emesso da agenzie autorizzate è rimasto minoritario nel 2021 ma in crescita (il 34% delle emissioni l'ha ottenuto, in gran parte *undisclosed*).

La presenza di opzioni *call* e *put* rispetto al rimborso del capitale è frequente nei *minibond*; nel 2021 sono aumentati quelli che presentano l'opzione *call* di rimborso anticipato a discrezione dell'emittente.

Quest'anno viene dedicato uno spazio specifico ai *minibond green*, emessi per

finanziare progetti con impatto positivo sull'ambiente. Praticamente inesistenti fino al 2018, nel 2021 ne sono stati collocati ben 14, per un controvalore di € 77,85 milioni.

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 2021.

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 ammini-

strativi 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 2021 ha confermato il ruolo importante delle *banche italiane* (hanno sottoscritto il 43% dei volumi) seguite dai *fondi di private debt* (23%). Fondi e banche estere contribuiscono con il 14%; importante anche il ruolo della *Cassa Depositi e Prestiti* (9%).

Le prospettive future

Le *tensioni geo-politiche* degli ultimi giorni, accompagnate da fattori contingenti che impattano in maniera negativa sulle imprese (*in primis l'impennata dei costi di energia e materie prime*) non consentono di fare previsioni affidabili sul 2022.

Pensiamo che due elementi potranno trascinare il mercato: l'arrivo di *nuovi programmi di basket bond* e la crescente attenzione verso le *tematiche ESG*, che potranno stimolare le PMI a raccogliere capitale attraverso *minibond* per finanziare progetti orientati alla sostenibilità. Anche la raccolta di *nuovi fondi di private debt* condotta negli ultimi mesi sarà un catalizzatore per una ulteriore crescita del mercato.

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 ma che sono tornati di grande attualità con le difficoltà legate alla pandemia Covid-19 e all'aumento dei costi legati a energia e materie prime degli ultimi mesi.

Il contesto del mercato del capitale per le PMI

Secondo le ultime stime dell'ISTAT, dopo il crollo del 9,0% nel 2020, il prodotto interno lordo in Italia è cresciuto del 6,6% del 2021, soprattutto grazie all'aumento della domanda interna (+6,2%) e degli investimenti fissi lordi (+17,0%). Le esportazioni sono aumentate su base annuale del 13,3% ma anche le importazioni sono cresciute (+14,5%). Si è registrato dunque un veloce recupero sull'andamento negativo dei 12 mesi precedenti, legato alla pandemia Covid-19.

Anche i mercati finanziari sono andati bene; l'indice FTSE Mib è cresciuto del 23,0% durante il 2021 e gli indici delle imprese di piccola e media capitalizzazione sono andati anche meglio: il FTSE Italia PIR PMI è cresciuto del 34,8% e il FTSE Italia Growth (relativo al listino Euronext Growth Milan, già AIM Italia) è salito del 57,7%.

I tassi sul mercato obbligazionario dell'Euro sono leggermente cresciuti, mantenendosi sotto zero per i *rating* più pregiati fino alle scadenze a 15 anni. Lo *spread* dei titoli di Stato decennali italiani era pari a 111 punti base a inizio 2021 ed è gradualmente cresciuto a fine anno portandosi intorno a quota 140.

Uno dei dati più importanti è sicuramente quello legato all'inflazione: la rapida ripresa ha 'acceso' i prezzi delle *commodity* sul mercato, con difficoltà di approvvigionamento per le imprese manifatturiere e costi dell'energia in aumento, soprattutto per quanto riguarda il gas metano. Secondo ISTAT il tasso di inflazione annuale nel 2021 è stato pari a +3,9%. Secondo quanto riportato da Banca d'Italia, a fine 2021 lo *stock* di debito delle Amministrazioni pubbliche era pari a € 2.678,4 miliardi in crescita rispetto all'anno precedente (€ 2.573,5 miliardi).

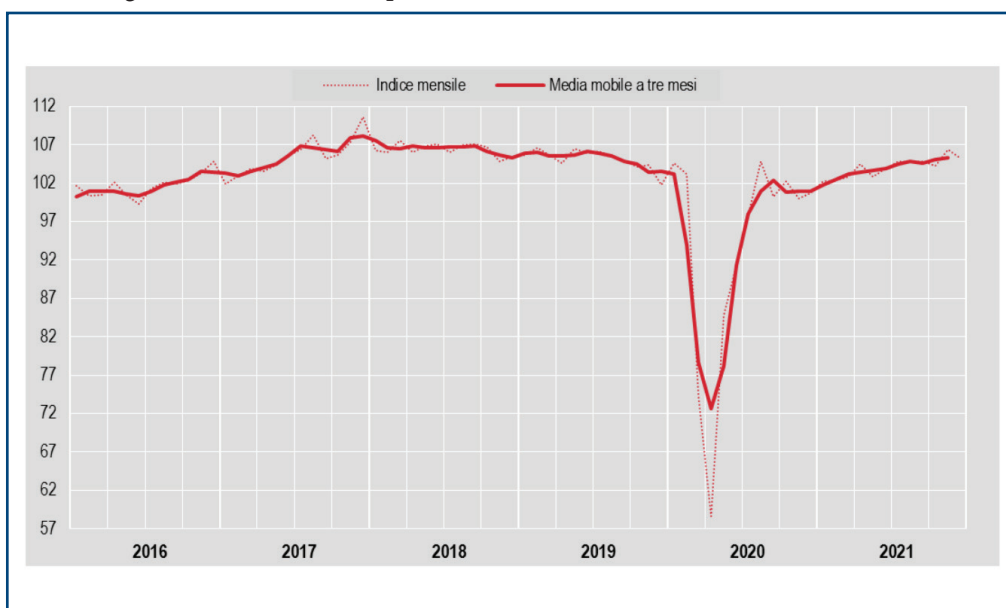
La congiuntura per le imprese

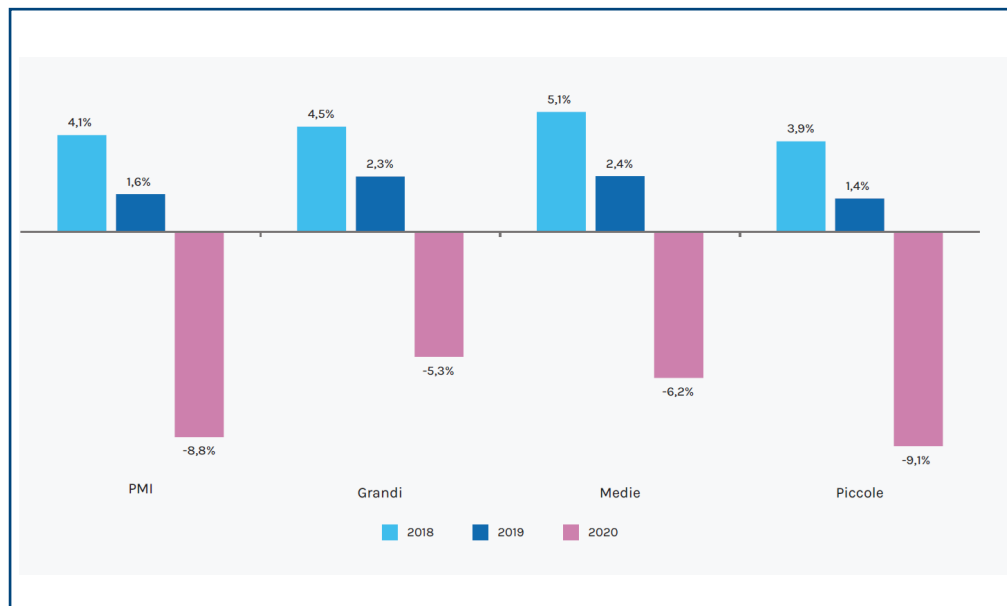
Focalizzandoci sull'attività economica delle imprese, i dati ISTAT del 2021 sulla produzione industriale nazionale (si veda la Figura 1.1) evidenziano il netto recupero rispetto all'anno precedente (+11,8% durante l'anno contro -11,4%). La crescita è stata trasversale per tutti i settori ed è stata più marcata per i beni intermedi e i beni strumentali. I settori di attività economica che registrano gli incrementi tendenziali maggiori sono la produzione di prodotti farmaceutici di base e preparati farmaceutici (+25,4%), l'industria del legno, della carta e stampa (+18,7%) e la fabbricazione di *coke* e prodotti petroliferi raffinati (+16,5%). Flessioni si registrano nelle attività estrattive (-13,9%), nella fabbricazione di mezzi di trasporto (-3,7%) e nella metallurgia e fabbricazione di prodotti in metallo (-3,4%).

Il saldo della bilancia commerciale si è mantenuto positivo, sostenuto dalle esportazioni verso gli Stati Uniti (+32,5%) e i paesi UE (+20,0%) mentre sono scese le esportazioni verso il Regno Unito (-10,2%). Soprattutto sono aumentate le vendite all'estero di metalli

Figura 1.1

Produzione industriale in Italia: indice destagionalizzato e media mobile a 3 mesi (base 2015=100).
Fonte: ISTAT



**Figura 1.2**

Variazione del fatturato delle imprese italiane fra il 2018 e il 2020, per dimensione di azienda. Fonte: Rapporto Cerved PMI 2021

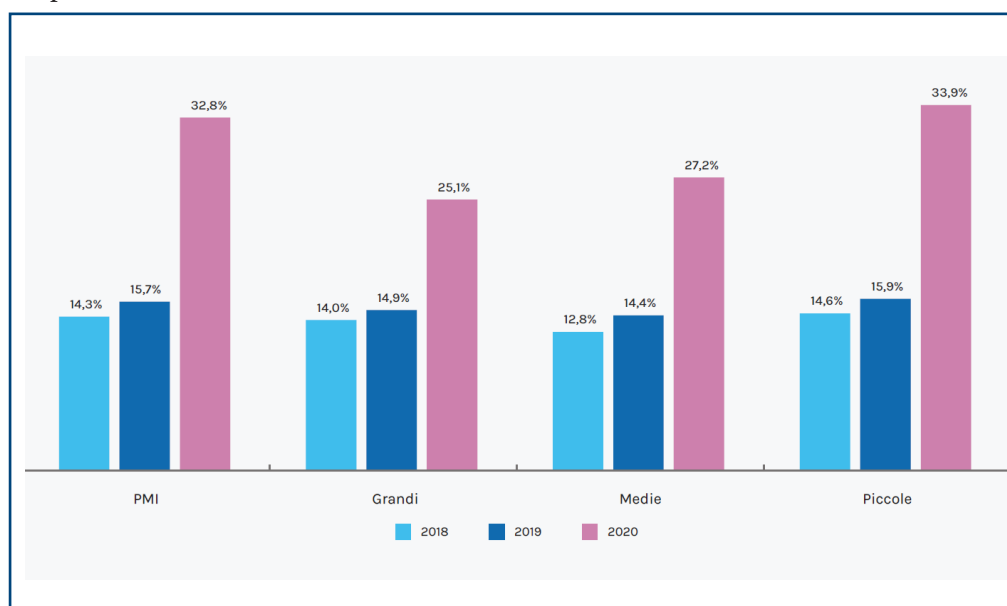
di base e prodotti in metallo, esclusi macchine e impianti (+26,0%), macchinari e apparecchi n.c.a. (+14,7%), prodotti petroliferi raffinati (+70,5%), sostanze e prodotti chimici (+19,0%) e mezzi di trasporto, autoveicoli esclusi (+19,5%). Solo l'*export* di articoli farmaceutici, chimico-medicinali e botanici è in diminuzione (-2,2%).

In attesa dei bilanci del 2021, sono disponibili i rendiconti finanziari del 2020 che per le imprese italiane evidenziano (si veda la Figura 1.2) un calo del volume d'affari¹, più marcato per le PMI (-8,8%) e soprattutto per le piccole imprese (-9,1%). Il calo del fatturato è stato più pesante per l'industria manifatturiera (-11,1%) ed è stato disastroso in particolari comparti quali agenzie di viaggi e *tour operator* (-76,9%), organizzazione di fiere e convegni (-62,0%) e alberghi (-54,5%). Sulla base dei dati di bilancio, si tratta delle categorie che più hanno beneficiato dei ristori statali che, secondo le stime di Cerved, hanno fatto confluire € 2,7 miliardi alle PMI. Per contro il commercio *online* è cresciuto del 15,2% e i prodotti per la detergenza hanno fatto registrare un aumento dell'11,6%.

Anche i margini operativi sono scesi, con effetto più marcato sulle piccole imprese; la Figura 1.3 evidenzia che il 32,8% delle PMI ha chiuso i conti del 2020 con una perdita, contro il 15,7% del 2019.

I dati di Cerved evidenziano una contrazione sensibile nel numero di nuove società di capitale costituite nel 2020 (-13,8% rispetto al 2019), a fronte però di un netto recupero nel primo semestre 2021.

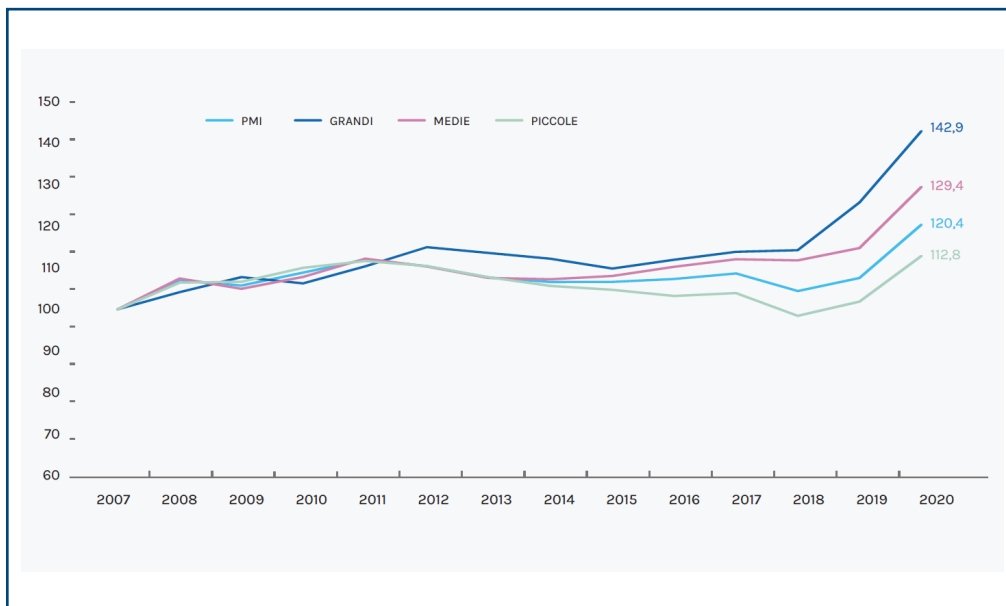
¹ Fonte: Rapporto Cerved PMI 2021

**Figura 1.3**

Percentuale delle imprese italiane in perdita: confronto fra 2018, 2019 e 2020 per dimensione aziendale. Fonte: Rapporto Cerved PMI 2021

Figura 1.4

Andamento dei debiti finanziari per dimensione d'impresa (base 2007=100).
Fonte: Rapporto Cerved PMI 2021



L'indebitamento delle PMI e la disponibilità di credito

La Figura 1.4 ci mostra che nel 2020 il livello dei debiti finanziari delle piccole imprese è fortemente cresciuto (+10,8%); per le grandi imprese è comunque aumentato di più (+13,7%). Le cause sono essenzialmente due: da un lato lo *shutdown* ha provocato per molte aziende una crisi di liquidità, che si è riflessa nella richiesta al sistema bancario di prestiti a breve termine; dall'altro lato, il potenziamento delle garanzie pubbliche e la moratoria sui rimborsi hanno reso più facile l'accesso e la disponibilità di credito.

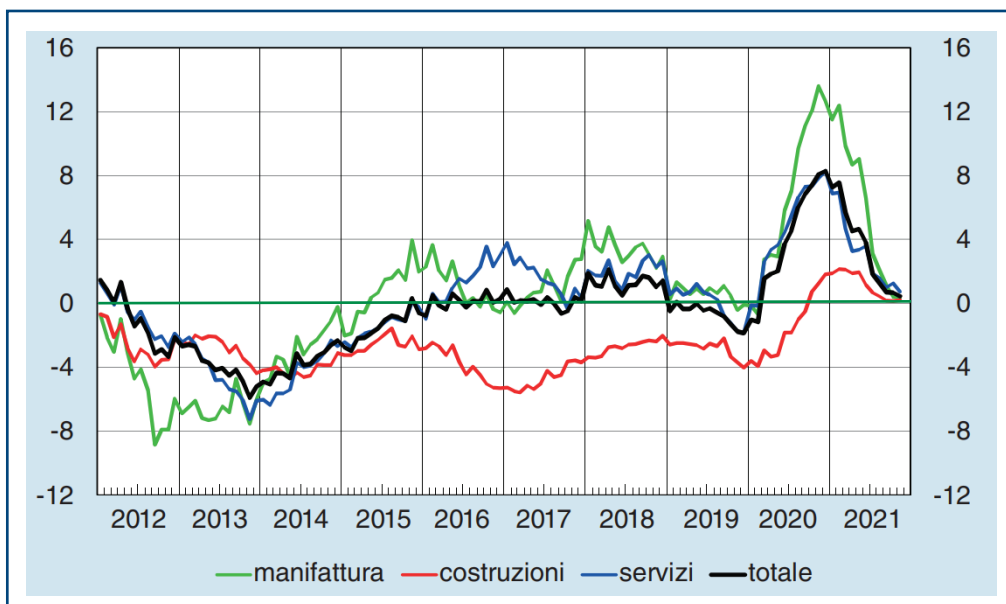
La rivalutazione agevolata delle immobilizzazioni ha comunque migliorato i *ratio* di patrimonializzazione: il capitale netto è cresciuto nel 2020 del 15% per le PMI, con un livello quindi sostanzialmente raddoppiato rispetto a quello del 2007 (+97%). Per le grandi l'aumento è pari all'11,5%, con un livello del 72% maggiore rispetto al 2007.

Secondo il *database* Payline di Cerved, la crisi di liquidità legata ai mancati incassi è stata solo temporanea: dopo un picco, toccato a maggio 2020, le PMI hanno mostrato un netto miglioramento, ad eccezione dei segmenti più colpiti dalla pandemia, che in alcuni casi evidenziano situazioni di grave criticità. Nel secondo trimestre del 2021 il valore dei mancati pagamenti delle PMI ha toccato l'11%, al di sotto dei livelli pre-Covid e ai minimi dal 2012.

Attingendo dalle statistiche di Banca d'Italia, la Figura 1.5, coerentemente con i dati prima citati, evidenzia come nel 2020 lo *stock* dei prestiti bancari alle imprese non finan-

Figura 1.5

Il credito bancario a favore delle imprese italiane non finanziarie: variazione dello *stock* disponibile dal 2012 al 2021, per attività.
Fonte: Bollettino Economico, Banca d'Italia



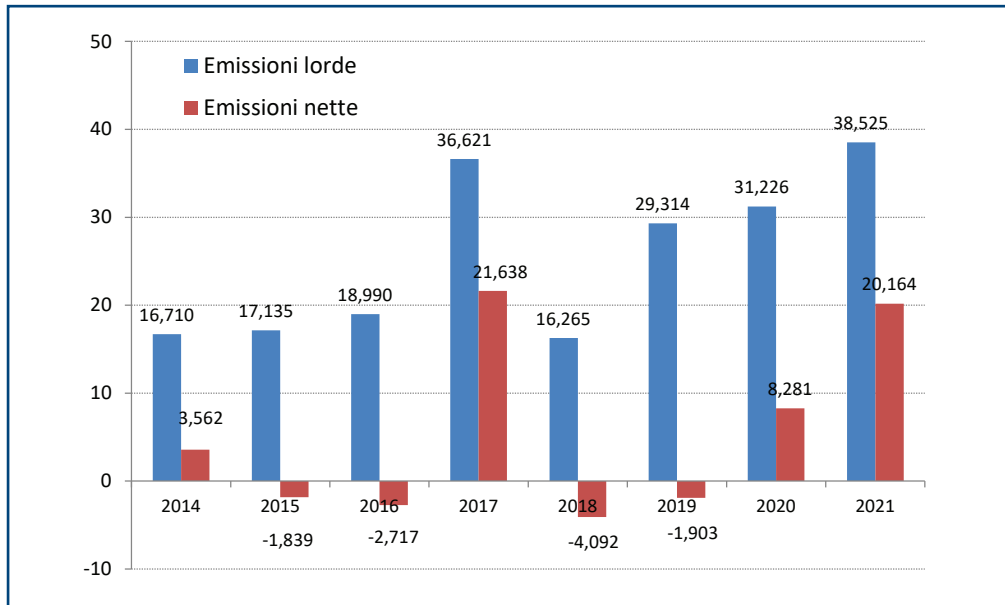


Figura 1.6

Emissioni obbligazionarie (lorde e al netto dei rimborsi) di imprese italiane non finanziarie dal 2014 al 2021 (dati in € miliardi).
Fonte: Banca d'Italia

ziarie sia tornato a crescere sensibilmente arrivando a dicembre a quota € 668 miliardi². Nel 2021 la crescita si è ridotta gradualmente per azzerarsi a fine anno, quando lo *stock* di prestiti verso le società non finanziarie risultava pari a € 658 miliardi.

² Fonte: Banca d'Italia, "Conti finanziari" (gennaio 2022)

La raccolta attraverso il mercato obbligazionario

Secondo i dati di Banca d'Italia³ riportati in Figura 1.6, nel 2021 le emissioni lorde di *bond* da parte di tutte le imprese non finanziarie italiane hanno battuto ogni primato, arrivando a € 38,5 miliardi. Il valore al netto dei rimborsi è stato ampiamente positivo superando il flusso di € 20 miliardi. Lo *stock* complessivo finale di titoli *outstanding* era pari a € 169,5 miliardi, in forte aumento rispetto a un anno fa.

La Figura 1.7 confronta la 'fotografia' delle passività finanziarie di terzi delle società non finanziarie italiane al 31/12/2021 con quella di 10 anni fa (1/1/2012). È interessante notare come lo *stock* di debito bancario sia sceso notevolmente, mentre è cresciuta la componente obbligazionaria (quasi raddoppiata), così come quella legata ai prestiti da altri soggetti finanziari non bancari. La somma delle tre componenti è comunque diminuita, a testimoniare il miglioramento della capitalizzazione delle imprese attraverso l'*equity*. Il contributo dei *minibond* fino a € 50 milioni, secondo le stime del nostro Osservatorio meglio dettagliate nelle prossime pagine (si veda la Figura 3.2 a pagina 40), nel corso dei 10 anni può essere stimato in una raccolta da parte di 832 imprese italiane quantificabile

³ Fonte: Banca d'Italia, "Mercato finanziario" (febbraio 2022)

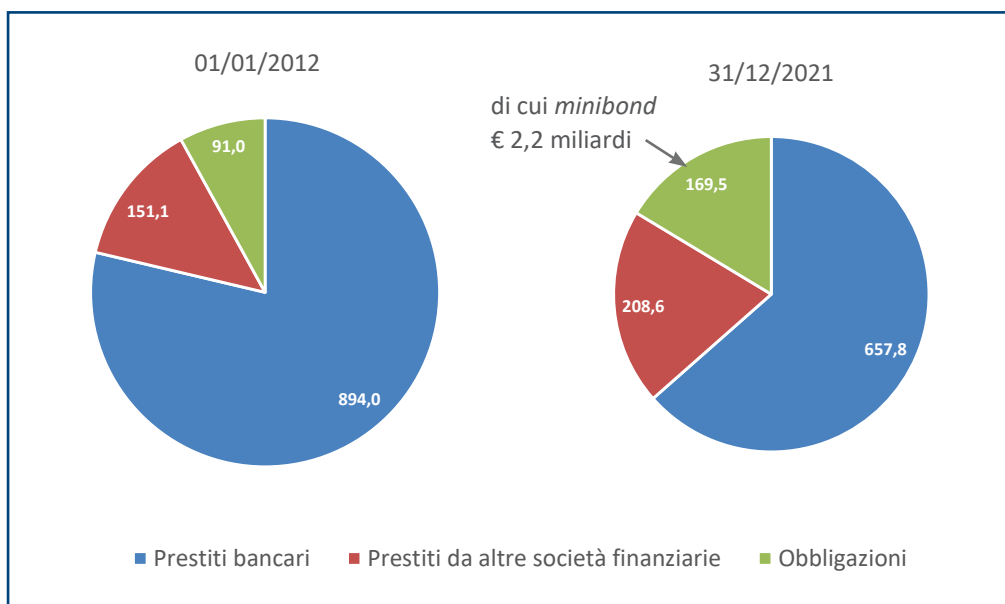


Figura 1.7

Passività delle società non finanziarie italiane dal 2012 al 2021: confronto fra prestiti bancari, prestiti da altre società finanziarie e obbligazioni. Valori in € miliardi.
Fonte: Conti finanziari, Banca d'Italia



Leonardo Frigiolini
(Frigiolini & Partners
Merchant / Fundera)

“Dopo anni di stratificazione normativa è finalmente arrivato il Regolamento Europeo sul crowdfunding che ha fatto sintesi delle differenti normative nazionali proiettando i gestori di portali nell’auspicato mercato unico europeo dei capitali”

in € 8,07 miliardi; al netto dei rimborsi, lo *stock* disponibile al 31/12/2021 si riduce a € 2,2 miliardi. Fra le emittenti, 520 sono PMI secondo le definizioni UE; se consideriamo solo queste imprese, le emissioni di *minibond* hanno raccolto € 2,85 miliardi, di cui € 676 milioni ancora da rimborsare al 31/12/2021.

La normativa rilevante

L’anno scorso avevamo indicato, fra le novità rilevanti per l’industria dei *minibond* in Italia, la disciplina dei cosiddetti ‘PIR alternativi’ e 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.

Ad oggi le piattaforme di *equity crowdfunding* che hanno ottenuto il nulla-osta per collocare titoli di debito sono otto (2meet2biz, Azimut Direct X, Crowdfundme, Firmaid, Fundera, Opstart, ReRoi, The Best Equity) mentre un anno fa erano solo tre. Peraltro non tutte sono già operative.

La Tabella 1.1 riporta alcune informazioni sui titoli collocati, che naturalmente rientrano nel *database* di analisi dell’Osservatorio. La raccolta nel 2021 è stata di € 20,88 milioni.

Tabella 1.1

I *minibond* collocati dai portali autorizzati di *equity crowdfunding* fino al 31/12/2021

Portale	Offerte 2020	Raccolta 2020	Offerte 2021	Raccolta 2021
Fundera.it	23	€ 14.240.000	25	€ 14.700.000
Crowdfundme.it	2	€ 2.290.000	3	€ 2.730.000
Opstart.it	2	€ 1.665.000	3	€ 3.450.000
TOTALE	27	€ 18.195.000	31	€ 20.880.000

Nel 2021 non si sono registrate novità rilevanti rispetto alla regolamentazione. Gli unici spunti di interesse possono riguardare gli aggiornamenti sui provvedimenti emergenziali legati alla pandemia Covid-19, che hanno potenziato le garanzie pubbliche sui *minibond* (si veda il Box 1.2 a pagina 14) e l’emanazione del D.L. 73/2021 (“Sostegni-bis”) che istituisce un’apposita sezione del Fondo di Garanzia statale (FG) dedicata alla concessione di garanzie su portafogli di obbligazioni, emesse dalle imprese con meno di 500 addetti, a fronte della realizzazione di programmi qualificati di sviluppo aziendale, nell’ambito di operazioni di cartolarizzazione, come ad esempio i *basket bond* (si veda il Paragrafo dedicato a pagina 26). Nei prossimi mesi dovrebbe essere firmato il decreto attuativo.

Box 1.1

I *minibond* sempre più vicini al risparmio privato

Negli ultimi anni il mondo del risparmio gestito italiano ha dedicato una crescente attenzione al finanziamento dell’economia ‘reale’, con ciò intendendo le PMI industriali, che rappresentano la spina dorsale dell’economia italiana. Tradizionalmente queste imprese fanno affidamento ai prestiti bancari (che però - come si è visto nelle pagine precedenti - sono sempre meno disponibili) oppure al capitale di rischio fornito da investitori professionali come fondi di *private capital*. Trattandosi di investimenti in titoli non quotati (quindi illiquidi) emessi da imprese di piccola dimensione, spesso poco managerializzate (quindi potenzialmente rischiose), l’orientamento è sempre stato quello di limitarne l’accesso agli investitori *retail*. Questo è il motivo per cui fino ad oggi i *minibond* non sono stati uno strumento accessibile facilmente per i piccoli risparmiatori. Una ‘breccia’ è stata aperta con la normativa sui portali per la raccolta di capitale *online*, che da poco consente ai portali di *crowdfunding* di collocare anche *minibond* delle società per azioni, ma solo a determinate condizioni. Trovare la ‘quadratura del cerchio’, da una parte tutelando i piccoli risparmiatori (che comunque attraverso Internet possono senza alcun ostacolo impiegare il loro denaro in modo ben più rischioso ad esempio nei *crypto-asset*) e dall’altra mobilitando il risparmio oggi fermo nei conti correnti a vantaggio degli investimenti produttivi delle PMI, è la vera sfida dei prossimi anni.

Pensiamo che il risparmio gestito possa svolgere un ruolo fondamentale e che siano maturi i tempi per dare accesso ai piccoli risparmiatori, anche con taglie ridotte, a strumenti collettivi o di gestione individuale che possano investire in modo dedicato nel debito delle PMI non quotate.

È opportuno citare anche l'annunciato intervento governativo di modifica del D.M. 30/2015 che abbasserà la soglia di ingresso della clientela *private* nei fondi di investimento alternativi (FIA) italiani riservati, attualmente pari a € 500.000; come evidenzia il Box 1.1, si tratta di un provvedimento che potrebbe essere utile anche per i fondi di credito che investono in *minibond*.

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'	• Eliminati i limiti massimi quantitativi previsti dall'art. 2412 del Codice Civile per le obbligazioni • 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 • Deducibilità dei costi di emissione per le società non quotate • 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"
D.L. 145/2013 'Destinazione Italia'	• Semplificazione delle procedure di cartolarizzazione e maggiore protezione per gli investitori • Obbligazioni, titoli cartolarizzati, quote di fondi di <i>minibond</i> ammissibili come attivi a copertura delle riserve tecniche assicurative • Possibile garanzia dei titoli collateralizzati emessi da banche, anche di titoli societari e crediti alle PMI • Estensione dell'attività del Fondo Centrale di Garanzia anche a fondi per investimenti su singole emissioni e portafogli
D.L. 91/2014 'Competitività'	• Credito diretto alle imprese da parte di assicurazioni e società di cartolarizzazione • Eliminazione della ritenuta d'acconto sui finanziamenti di medio-lungo termine concessi da fondi e assicurazioni esteri • Eliminazione della ritenuta d'acconto su interessi e proventi di obbligazioni anche non quotate in sistemi multilaterali, purché collocati da investitori istituzionali • Estensione dell'imposta sostitutiva a cessioni di crediti garantiti
Legge 145/2018 ('Legge di Bilancio 2019')	• Modifica della normativa sui PIR • Modifica della Legge 130/99 sulle cartolarizzazioni • Facoltà per le piattaforme di <i>equity crowdfunding</i> autorizzate da Consob di collocare <i>minibond</i> a investitori professionali in una sezione dedicata
Legge 157/2019 ('Decreto Fiscale 2020') e Legge 160/2019 ('Legge di Bilancio 2020')	• Ulteriori modifiche della normativa sui PIR
D.L. 18/2020 ('Cura Italia') e D.L. 23/2020 ('Liquidità')	• Estensione delle garanzie pubbliche sui <i>minibond</i> • Nuova misura 'Garanzia Italia' gestita da SACE
D.L. 34/2020 ('Rilancio')	• Introduzione dei 'PIR alternativi'
D.L. 73/2021 ('Sostegni-bis')	• Introduzione di una sezione del Fondo di Garanzia a supporto della cartolarizzazione tradizionale o sintetica di portafogli di <i>minibond</i>

Tabella 1.2

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

Il segmento obbligazionario ExtraMOT PRO³ 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* (ABSs) e strumenti partecipativi. Dal 16 settembre 2019, ExtraMOT si è arricchito di un ulteriore segmento con ExtraMOT PRO³ 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.

Box 1.2

I provvedimenti statali
per supportare le PMI
durante la pandemia

(a cura di Claudio
Calvani)



Claudio Calvani
(VVA Debt & Grant)

*“La finanza calmierata
ha dato il suo forte
contributo durante la crisi
pandemica ed è pronta a
partecipare alla ripresa
anche grazie ai fondi
del PNRR”*

Il 2021 ha rappresentato inevitabilmente un anno di fondamentale importanza per la finanza emergenziale, garantita ed agevolata sia tramite il canale bancario che alternativo, nonché un banco di prova importante per testare la validità delle misure introdotte e la resilienza delle imprese italiane alle distorsioni del mercato causate dalla pandemia.

L'impianto originario delle misure, risalente alle pubblicazioni dei decreti “Cura Italia” (D.L. 18/2020) e “Liquidità” (D.L. 23/20), è stato più volte aggiornato dal legislatore al fine di adattarlo alle mutevoli circostanze emergenziali e più di recente, in una prospettiva di medio termine, per creare un modello funzionante e replicabile in una fase di normale operatività dei mercati. Lo schema generale è noto: le garanzie sono rilasciate dal Governo agli enti garanti (SACE e MCC-Mediocredito Centrale) e da questi alle banche, che a loro volta sono titolari di crediti nei confronti delle imprese.

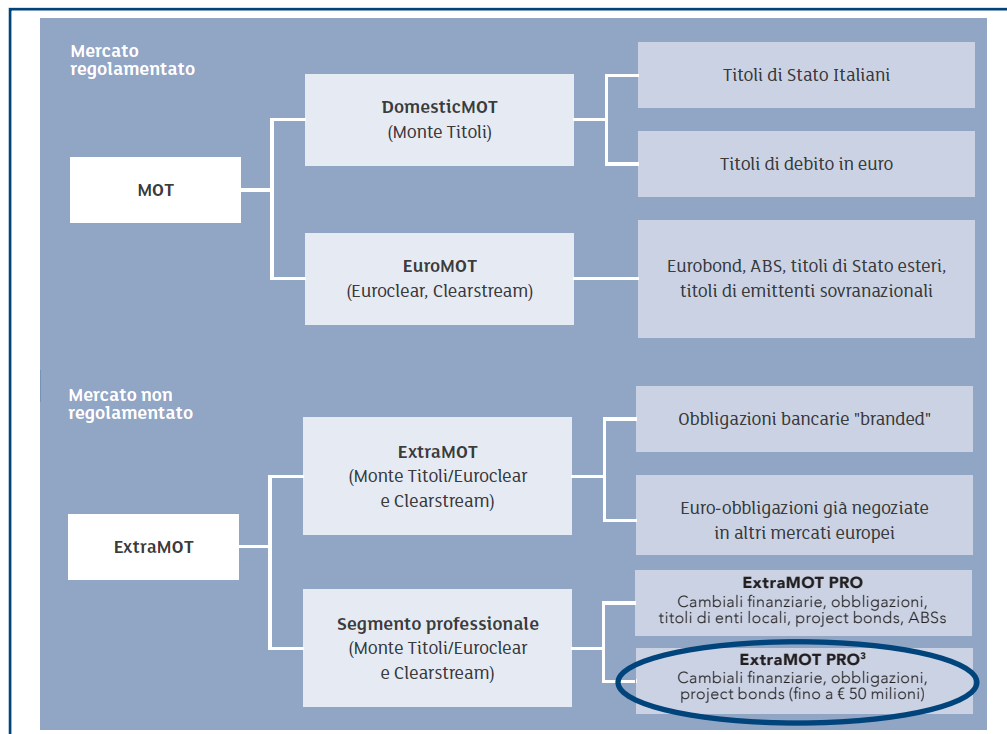
Tra le novità del 2021, oltre alle varie proroghe delle garanzie (l'ultima fino al 30/6/2022) e all'estensione della durata dei prestiti sottostanti fino a 8 anni (15 per prestiti fino a € 30.000 coperti dal Fondo di Garanzia MCC), le principali novità hanno interessato da un lato l'ammissibilità in garanzia dei 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 del 25%, dall'altro la possibilità per lo Stato di convertire le garanzie in altre forme di aiuto come le sovvenzioni (e quindi patrimonio) entro il 31/12/2022 e rispettando determinate condizioni, ai sensi del Temporary Framework.

Lato SACE, è da segnalare l'estensione dell'intervento in garanzia sia per la cessione di crediti *pro-soluto* sia a favore di sottoscrittori di prestiti obbligazionari, cambiali finanziarie e altri titoli di debito emessi da imprese con sede in Italia, fattispecie che ha allargato la portata della garanzia anche al debito non bancario, come *minibond* e strumenti di finanza alternativa.

Le ultime modifiche al quadro normativo risalgono alla Legge di Bilancio 2022, che ha previsto un meccanismo graduale di scostamento da un supporto di tipo meramente emergenziale. Per il Fondo di Garanzia (FG), ad esempio, già da inizio anno è tornata all'80% la copertura sui miniprestiti fino a € 30.000; su tutti i prestiti, dal 1/4/2022 per le imprese del Centro-Nord Italia la garanzia tornerà ad operare a titolo oneroso, mentre dal 1/7/2022 sarà nuovamente applicato il modello di valutazione adottato dal Fondo. Sempre da luglio, inoltre, la copertura del FG resterà all'80% per gli investimenti, mentre per i finanziamenti destinati alla liquidità varierà in base ad alcune fasce di *rating*: 60% per le imprese più virtuose, 80% per quelle più in sofferenza.

In tema di internazionalizzazione, Simest continua a supportare l'*export* delle imprese italiane grazie al Fondo 394/81, recentemente rifinanziato dalla manovra di bilancio e permeato da certi temi chiave del PNRR (Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza), destinato a caratterizzare anche la prossima finestra agevolativa (che tornerà a finanziare le filiali commerciali estere) prevista a fine maggio. Il PNRR, infatti, grazie ai fondi europei consentirà il potenziamento di misure per l'accesso al credito già dimostratesi efficaci in passato e, al contempo, l'arrivo di nuovi strumenti ispirati da principi come l'inclusione sociale, il riequilibrio territoriale, la transizione digitale ed ecologica. Tra le prime misure ad essere avviate, oltre alla già citata Simest, si segnala il rifinanziamento del Piano Transizione 4.0 a supporto degli investimenti in tecnologia e R&S, l'implementazione di un pacchetto di interventi per il Turismo (Tax Credit, sezione speciale del FG e Fondi dedicati) e l'istituzione di alcuni fondi *green* di prossima attivazione (come il Fondo italiano per il clima e il Fondo sostegno transizione industria).

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 riportavano 2.616.495 richieste pervenute al Fondo di Garanzia nel periodo dal 17 marzo 2020 al 22 febbraio 2022 per le garanzie ai finanziamenti in favore di imprese, artigiani, autonomi e professionisti, per un importo complessivo di € 227,6 miliardi. Di queste, 1.180.850 sono riferite a finanziamenti fino a € 30.000 per un importo di circa € 23 miliardi che, secondo quanto previsto dalla normativa, possono essere erogati senza attendere l'esito definitivo dell'istruttoria e 694.903 garanzie per moratorie di cui all'art. 56 del D.L. “Cura Italia” per un importo finanziato di circa € 27 miliardi. Le richieste accolte sono state 2.595.535. Ammontano invece a € 32,9 miliardi, per un totale di 4.581 operazioni, i volumi complessivi dei prestiti garantiti nell'ambito di “Garanzia Italia”, lo strumento di SACE. Di questi, € 9,9 miliardi riguardano 16 operazioni garantite attraverso procedura ordinaria in favore di imprese di grandi dimensioni; la parte rimanente riguarda prestiti garantiti in procedura semplificata, a fronte di 4.565 richieste gestite entro 48 ore dalla ricezione attraverso la piattaforma digitale dedicata.

**Figura 1.9**

Il posizionamento di ExtraMOT PRO³ rispetto ai mercati obbligazionari gestiti da Borsa Italiana.

Dall'aprile 2021, con l'acquisizione di Borsa Italiana da parte del gruppo Euronext (che già comprende i listini di Parigi, Amsterdam, Bruxelles, Dublino, Oslo e Lisbona) ExtraMOT PRO³ è entrato a tutti gli effetti del gruppo pan-europeo.

L'obiettivo del listino è quello di dare visibilità delle società quotate e permettere loro di beneficiare delle iniziative mirate a facilitare l'accesso ai capitali e ridurre i costi di *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 PRO³ 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 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 PRO³ (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 importo minimo pari a € 4.500.

Non sono obbligatorie figure di intermediari previste in altri segmenti quali ad esempio il *listing partner*⁴ o il *liquidity provider*.

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 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 PRO³) ne risultano 213 (contro i 38 di un anno fa) collocati da 52 emittenti per un controvalore di circa € 308 miliardi; tra questi troviamo diverse tipologie di titoli come Green/Green Infrastructure/Social/Sustainable/Sustainability Linked/Transition/Climate Action. 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.

Ricordiamo nel seguito gli adempimenti richiesti specificatamente per la quotazione dei *minibond* nel segmento ExtraMOT PRO³.

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.

⁴ È tuttavia prevista la facoltà di incaricare un Listing Sponsor che assiste la società nelle fasi di presentazione della domanda a Borsa Italiana come sotto descritto (si veda www.borsaitaliana.it/obbligazioni/listingsponsor/listingsponsor.htm)

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 omessi.

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.

Pubblicazione 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 PRO³).

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 PROInK.

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



Enrico Sobacchi
(Borsa Italiana)

“Consapevoli e pronti per le nuove sfide che i mercati dei capitali e le aziende domestiche devono affrontare, siamo determinati nel continuare ad accompagnare le eccellenze imprenditoriali e industriali italiane nel loro processo di crescita, sempre più caratterizzato dall'attenzione alla sostenibilità. Lo sviluppo sostenibile delle nostre aziende è, infatti, al centro degli obiettivi di Borsa Italiana e del gruppo Euronext, nonché del programma di Sustainable Finance Partnership, lanciato a gennaio 2021 per facilitare la promozione di soluzioni innovative in ambito di finanza ESG”

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.

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 ri-epilogativa 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 PRO³. Le prime negoziazioni partiranno di norma dal primo giorno lavorativo successivo alla data di pubblicazione dell'avviso.

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 PRO³: alcune statistiche relative al 2021

Alla data del 31 dicembre 2021, secondo quanto diffuso da Borsa Italiana, risultavano quotati su ExtraMOT PRO³ 127 titoli emessi da 92 imprese (la maggior parte delle quali dal comparto industriale), per un valore nominale complessivo di circa € 3,25 miliardi. Nel corso dell'anno si sono quotati 24 nuovi titoli (46 sono stati delistati per i rimborsi) e si sono registrati 145 contratti di scambio, per un controvalore complessivo di circa € 15,1 milioni; il controvalore medio per contratto è € 104.159.

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 2021 su ExtraMOT PRO³ sono stati emessi da Davis & Morgan (24 contratti per € 5,8 milioni), Marcolin (27 contratti per € 2,7 milioni) e Sisal Group (17 contratti per € 1,4 milioni). Segnaliamo anche il *minibond* di Ricci con 28 contratti, anche se per un controvalore complessivo limitato (€ 306.267).

I minibond in Europa nel 2021

L'Italia continua ad essere 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 aperto anche ai piccoli risparmiatori, a differenza di ExtraMOT PRO³. 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 2021 il mercato ORB vantava 156 titoli negoziati⁵ (60 in più dell'anno scorso) collocati da 69 diverse emittenti.

⁵ Fonte: London Stock Exchange

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 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 2021 vi risultavano però quotati solo 2 titoli.

Ben più sviluppato in Germania è il mercato degli *Schuldscheindarlehen*, contratti che hanno caratteristiche intermedie rispetto a obbligazioni e prestiti bancari. Si tratta di un mercato che sta faticando molto a riprendersi dalla crisi dovuta al Covid-19; le emissioni si sono ridotte del 6% nei primi mesi del 2021 con un valore complessivo di € 11,97 miliardi⁶.

⁶ Fonte: Capitalmind.com

In Austria la Borsa di Vienna (Wiener Börse) gestisce un listino non regolamentato (Vienna MTF, prima del 2019 identificato anche come Dritter Markt) per le obbligazioni societarie. La procedura di quotazione è semplice e snella, tanto da avere attratto numerose emittenti europee. Alla data del 31/12/2021 erano trattati 364 *bond* emessi da 239 società *corporate* non finanziarie⁷; ben 98 di questi sono riconducibili ad aziende italiane, addirittura più delle emissioni austriache (42).

⁷ Fonte: Wiener Börse

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. 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 requi-

siti 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 2021 risultavano quotati sui listini dedicati di Euronext Paris 155 obbligazioni assimilabili ai *minibond*⁸.

⁸ Fonte: NYSE Euronext

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 31/12/2021 erano quotate sul Marf 45 obbligazioni e 46 cambiali finanziarie⁹ in calo rispetto al passato.

⁹ 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 PRO³. A fine 2021 risultavano quotati sul Nordic ABM 1.422 *minibond*¹⁰.

¹⁰ 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 złoty (circa € 200.000). A fine 2021 risultavano quotati 270 titoli¹¹ collocati da 78 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, che per il momento tratta solo azioni) e Croazia e Slovenia, che hanno ideato congiuntamente il listino Progress (dove al momento è quotata solo una obbligazione).

¹¹ 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 2021 erano quotati 22 *minibond* per un controvalore di € 91,4 milioni¹².

¹² Fonte: Borza Malta

2. Le imprese emittenti

In questo Capitolo la ricerca si occupa di analizzare le imprese che nel corso del 2021 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. Inoltre quest'anno pubblichiamo un'analisi inedita sulle emittenti degli anni passati per vedere come gli investimenti e il numero di occupati si sono modificati dopo la raccolta di capitale.

Il campione aggiornato fino al 2021: statistiche descrittive

Seguendo la definizione metodologica introdotta nel Capitolo 1 (si veda a pagina 7), nel corso del 2021 risultavano aver collocato *minibond* sul mercato italiano 200 imprese. L'elenco è riportato in Appendice al Report, ed è riferito alle singole emissioni (che risultano essere 219). La differenza fra questi due numeri è legata al fatto che alcune imprese del campione hanno collocato più *minibond*. Si tratta di 16 società, le quali o hanno collocato titoli con diverse caratteristiche nello stesso istante, o si sono rivolte al mercato in momenti successivi durante il 2021. Nel 2020, invece, le imprese emittenti censite utilizzando gli stessi criteri erano risultate nel complesso 173; si registra quindi un buon aumento (+27 casi). Non consideriamo in questo conteggio le imprese italiane che hanno emesso *minibond* nell'ambito del progetto Patrimonio PMI di Invitalia, cui è dedicata una sezione specifica nel Box 2.1 a pagina 30.

Il campione del 2021, come si vede dalla Figura 2.1, è composto da:

- 104 società per azioni SpA (pari al 52,0% del totale, percentuale in ulteriore flessione rispetto al 2020, stabile rispetto al numero assoluto);
- 90 società a responsabilità limitata Srl (45,0% del totale) in aumento sia in valore assoluto che in termini relativi;
- 6 società cooperative (pari al 3,0%) in leggero aumento rispetto ai 12 mesi passati.

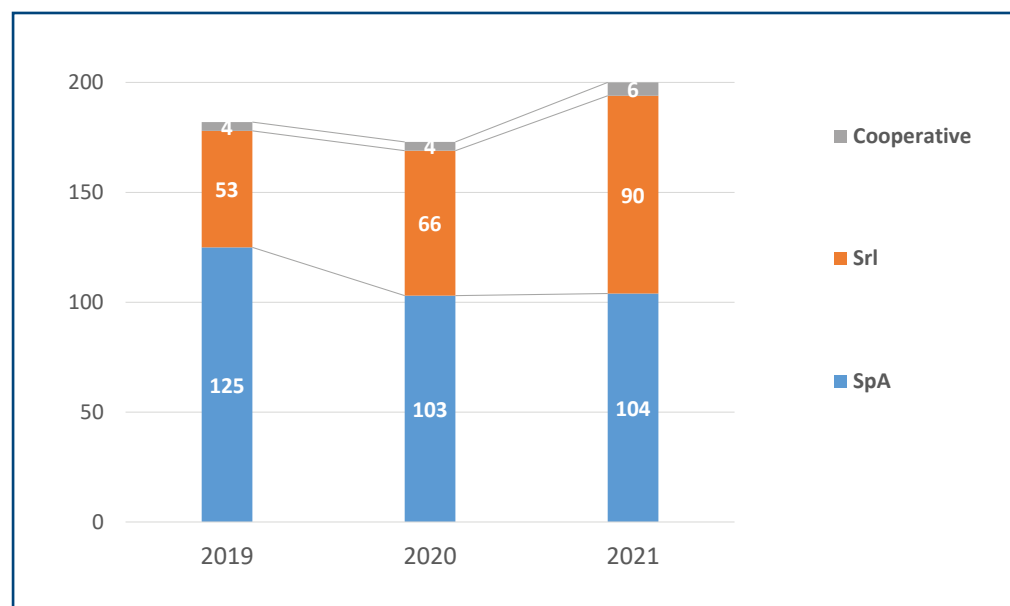
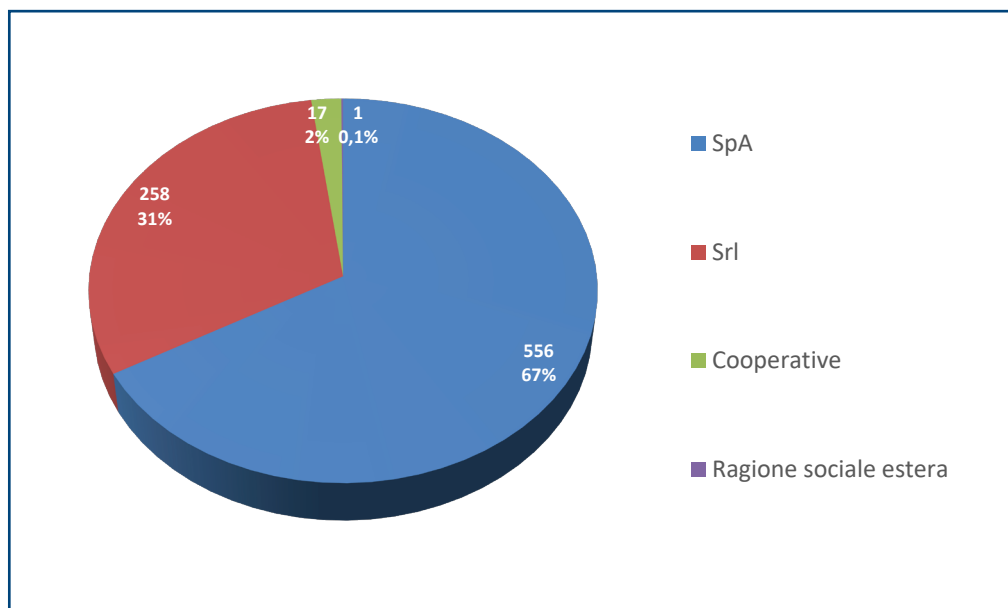


Figura 2.1
Segmentazione delle emittenti di *minibond* sotto € 50 milioni per tipologia di impresa: evoluzione dal 2019 al 2021

Figura 2.2

Segmentazione delle imprese emittenti dal 2012 al 2021 per ragione sociale.
Campione: 832 imprese



Le imprese che per la prima volta hanno collocato *minibond* nel 2021 risultano essere ben 163 contro le 130 del 2020; si tratta di un *record* storico, a maggior ragione se poi si vanno a sommare le PMI interessate dalla misura Fondo Patrimonio PMI prima citata. Il 2021 è stato quindi un anno di ulteriore ‘diffusione’ della conoscenza dei *minibond* fra le imprese, in particolare fra quelle più piccole, come evidenzia la crescita nel numero delle emittenti strutturate come Srl.

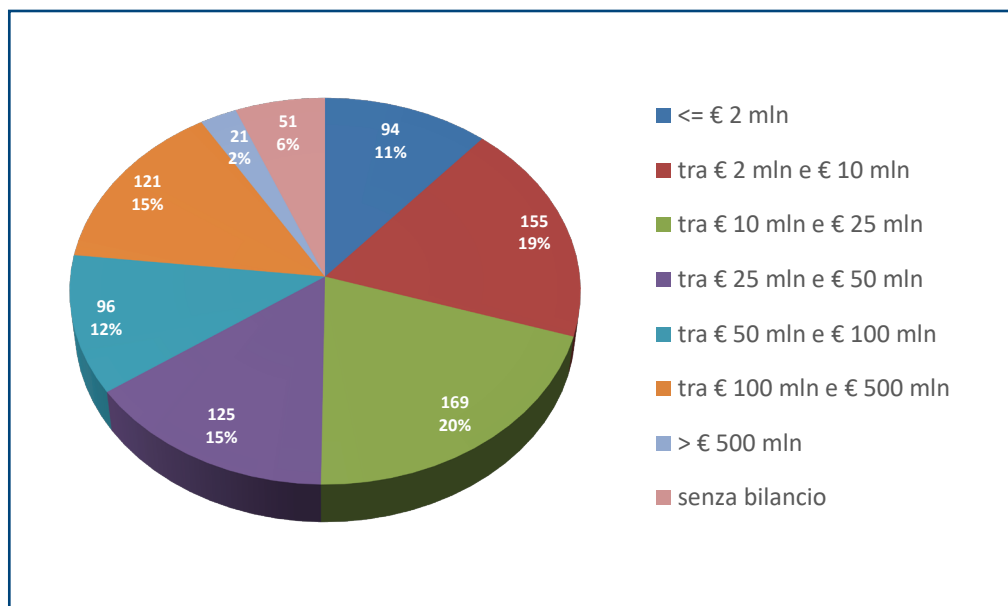
Le emittenti del 2021 sono in maggioranza PMI (secondo la definizione adottata a livello europeo¹). In particolare 133 su 200 rispettano i requisiti dimensionali; la percentuale è pari al 66,5%, più alta rispetto al 2019 ma più bassa se confrontata con il 2020.

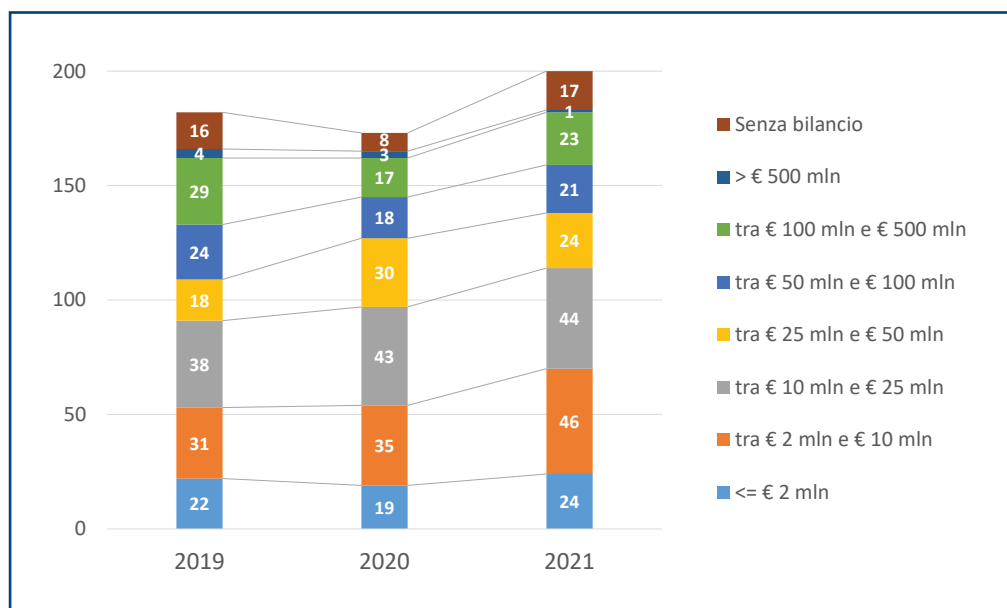
Le imprese emittenti analizzate dal nostro Osservatorio, che dal 2012 al 2021 hanno collocato *minibond* sotto € 50 milioni, formano un campione di 832 società. Di queste, come descrive la Figura 2.2, il 66,8% sono Società per Azioni, il 31,0% sono Società a responsabilità limitata, il 2,1% sono Società cooperative, lo 0,1% sono veicoli esteri di stabili organizzazioni in Italia. Le PMI in totale sono 520, ovvero il 62,5%.

La Figura 2.3 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 (169 osservazioni, pari al 20,3% del totale) seguita dal gruppo fra € 2 e € 10 milioni (155 casi, pari al 18,6%). Per 51 aziende al momento dell’emissione non era stato ancora depositato alcun bilancio; si tratta quasi sempre di società formalmente

Figura 2.3

Segmentazione delle imprese emittenti dal 2012 al 2021 per classe di fatturato consolidato.
Campione: 832 imprese



**Figura 2.4**

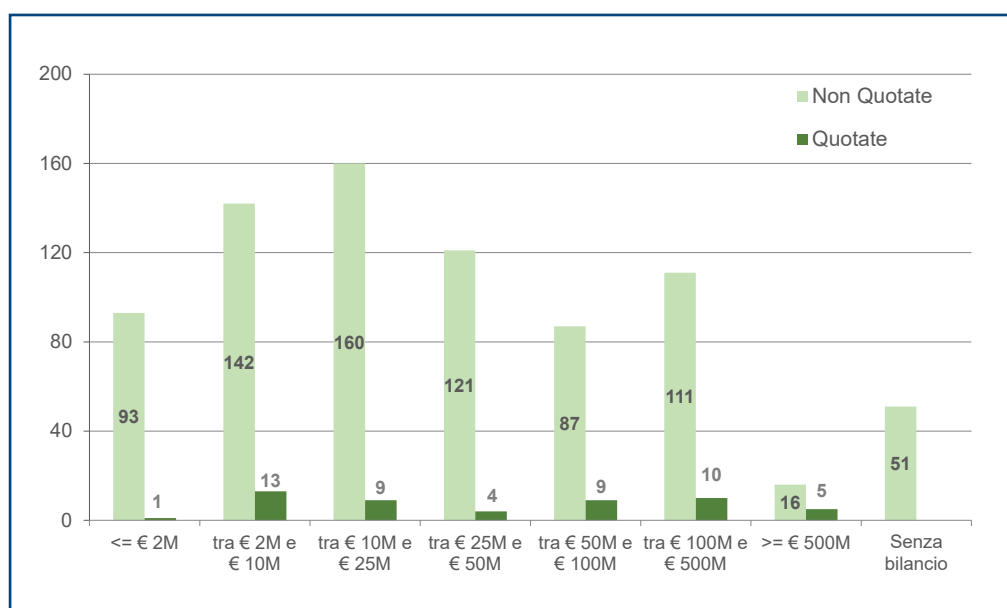
Segmentazione delle imprese emittenti per classe di fatturato consolidato: evoluzione dal 2019 al 2021

di nuova costituzione ma risultanti da scissioni o ristrutturazioni di *business* esistenti. Come evidenzia la Figura 2.4 e in linea con le osservazioni prima evidenziate, nel 2021 si è visto un buon aumento delle emittenti che presentavano un fatturato di conto economico fino a € 10 milioni mentre c'è stato un recupero per le imprese con ricavi fra € 100 milioni e € 500 milioni.

La Figura 2.5 suddivide il campione complessivo, considerando se il capitale di rischio dell'emittente è quotato in Borsa. Come si vede, abbiamo 51 imprese (il 6,1% del campione) che al momento dell'emissione di *minibond* erano già presenti sul mercato borsistico con azioni quotate. In particolare 34 di esse erano quotate sul listino principale Euronext Milan di Borsa Italiana (di cui 7 sul segmento STAR e 1 sul segmento MIV degli *investment vehicles*), 15 erano quotate su Euronext Growth Milan (già 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; ben 13 emittenti di *minibond* che avevano un fatturato all'emissione compreso fra € 2 milioni e € 10 milioni sono quotate in Borsa.

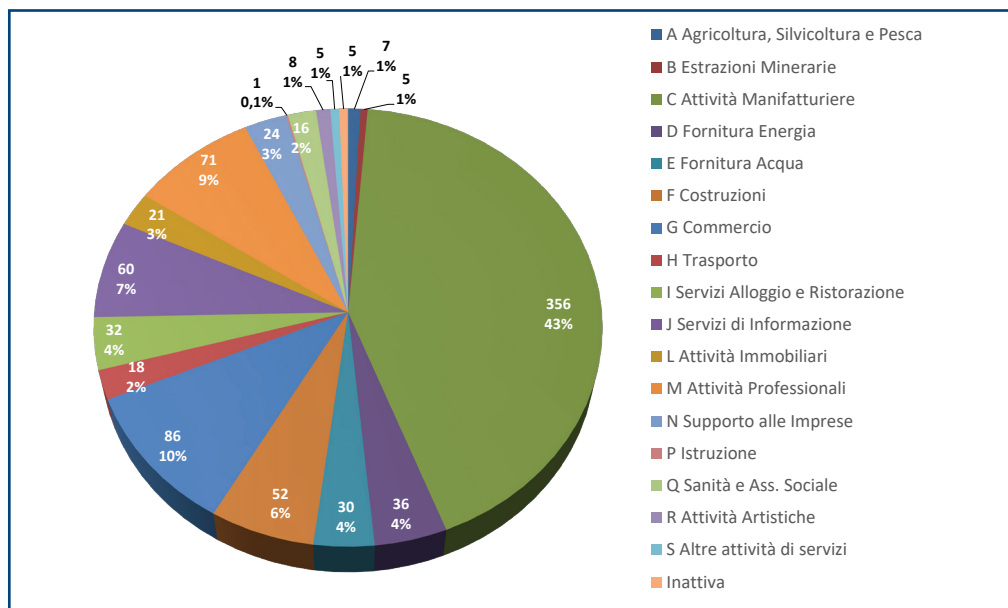
Nel 2021 abbiamo individuato fra le 200 imprese emittenti di *minibond* sotto € 50 milioni un gruppo di 13 imprese quotate in Borsa sui listini azionari.

**Figura 2.5**

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

Figura 2.6

Segmentazione delle imprese emittenti dal 2012 al 2021 per tipologia di attività, secondo la classificazione ATECO. Campione: 832 imprese



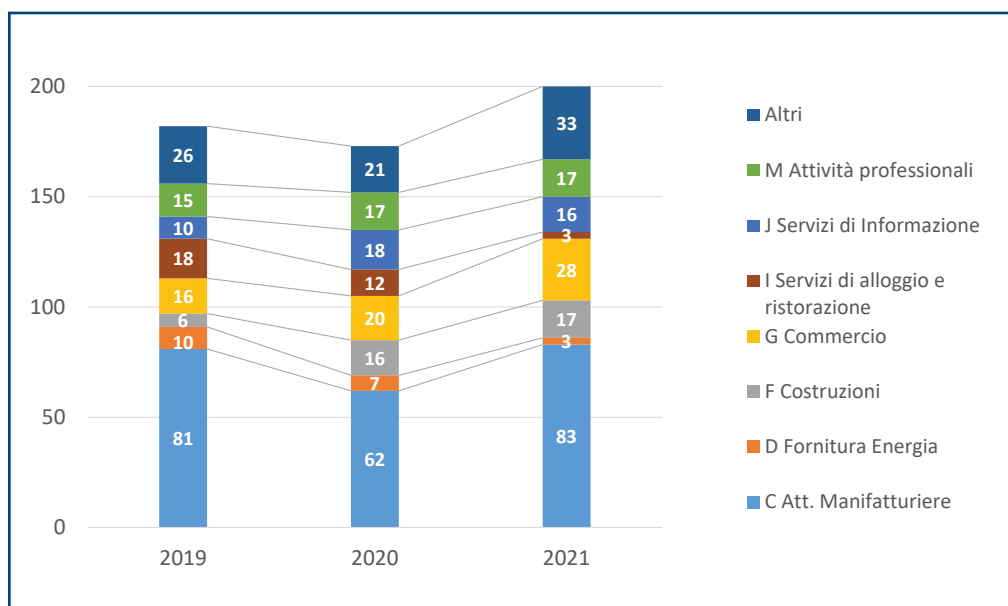
La Figura 2.6 ci dà informazioni sul settore di appartenenza delle imprese emittenti, identificato dal codice di attività ATECO; ricordiamo che escludiamo dal computo le società finanziarie (codice K). Si nota come il settore più rappresentato sia sempre quello delle attività manifatturiere (codice C) con 356 casi pari al 43% del campione, seguito dai gruppi 'Commercio' (codice G) con 86 emittenti (10%) e 'Attività professionali' (codice M) con 71 casi (9%). Per la prima volta nel 2021 abbiamo registrato un'emittente sotto il codice P ('Istruzione'). Le imprese inattive sono emittenti recenti di nuova costituzione ancora senza codice ATECO.

La Figura 2.7 evidenzia i cambiamenti avvenuti dal 2019 al 2021 sempre per il settore di *business*. Dopo il sensibile calo del flusso delle emittenti manifatturiere nel 2020, il 2021 segna un recupero; un *trend* positivo si registra anche nel commercio mentre si riduce il flusso delle emittenti nei servizi di alloggio e ristorazione, dove in precedenza si erano registrate operazioni di filiera; nel 2021 questo effetto è stato osservato invece nel comparto della vitivinicolo e della cultura (si veda il Paragrafo dedicato ai *basket bond* a pagina 26).

Osservando invece la distinzione fra PMI e grandi imprese (si veda la Figura 2.8) si confermano alcune specificità settoriali. Le PMI emittenti sono relativamente più rappresentate nei comparti: fornitura di energia, costruzioni, servizi di alloggio-ristorazione, commercio, trasporto e attività immobiliari. Le grandi imprese sono più frequenti nelle

Figura 2.7

Segmentazione delle imprese emittenti per settore di attività: evoluzione dal 2019 al 2021



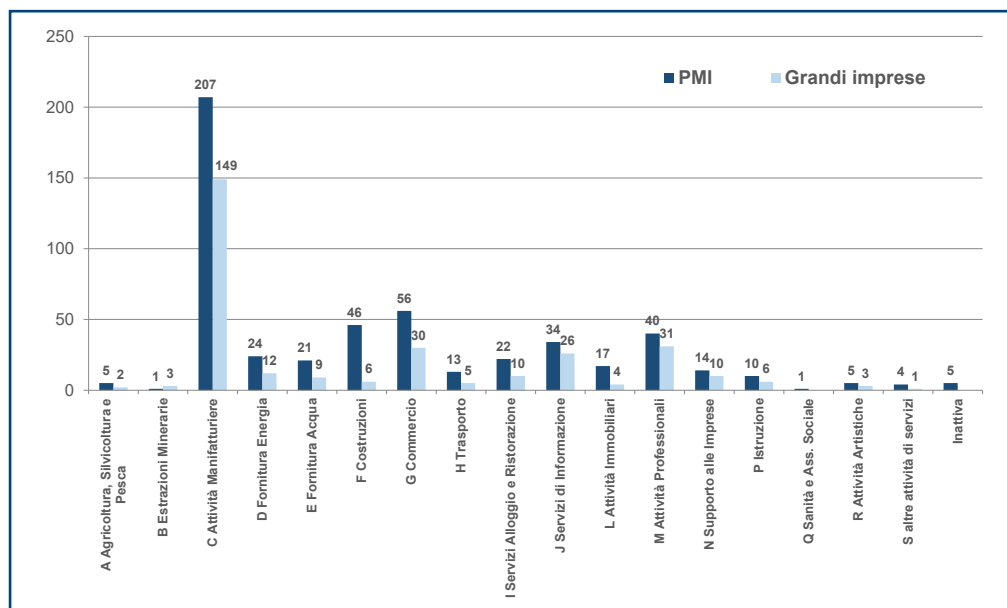


Figura 2.8

Segmentazione delle emittenti fra PMI e grandi imprese, per settore di attività. Campione: 832 imprese

attività minerarie, nel manifatturiero, nei servizi di informazione/comunicazione, nelle attività professionali 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 con il 65% del mercato (si veda la Figura 2.9) ma il 2021, come nel 2020, ha visto una grande vivacità nel Centro-Sud, grazie ai Basket Bond regionali.

In Lombardia sono localizzate 201 società emittenti (il 24,2% dell'intero campione). Si conferma al secondo posto il Veneto con 119 imprese (pari al 14,3%) ma sale al terzo posto la Campania con 106 imprese (12,7%). Nelle regioni del Centro emerge sempre il Lazio (con 48 imprese, ovvero il 5,8%); la percentuale sull'area è il 13,2%. Nel Sud (salito al 21,5% totale) oltre alla Campania si segnala la Puglia (32 casi, 3,9%). Sempre rispetto alla distribuzione regionale, le emittenti classificate come grandi imprese sono quasi tutte al Nord o al Centro (solo 42 grandi imprese nel Sud). Limitando le statistiche alle sole PMI, la Lombardia è sempre in testa alla classifica con 118 imprese, seguita al secondo posto dalla Campania (82) che supera il Veneto a quota 72.

Come si vede dalla Figura 2.10, nel 2021 la Lombardia torna comunque al primo posto con 45 emittenti, seguita dalla Campania a quota 39. Buono il recupero dell'Emilia Romagna (27 aziende contro le 7 dell'anno scorso). Continua invece il *trend* negativo per il Veneto e per il Trentino-Alto Adige (ancora lontano dai valori registrati nel passato).

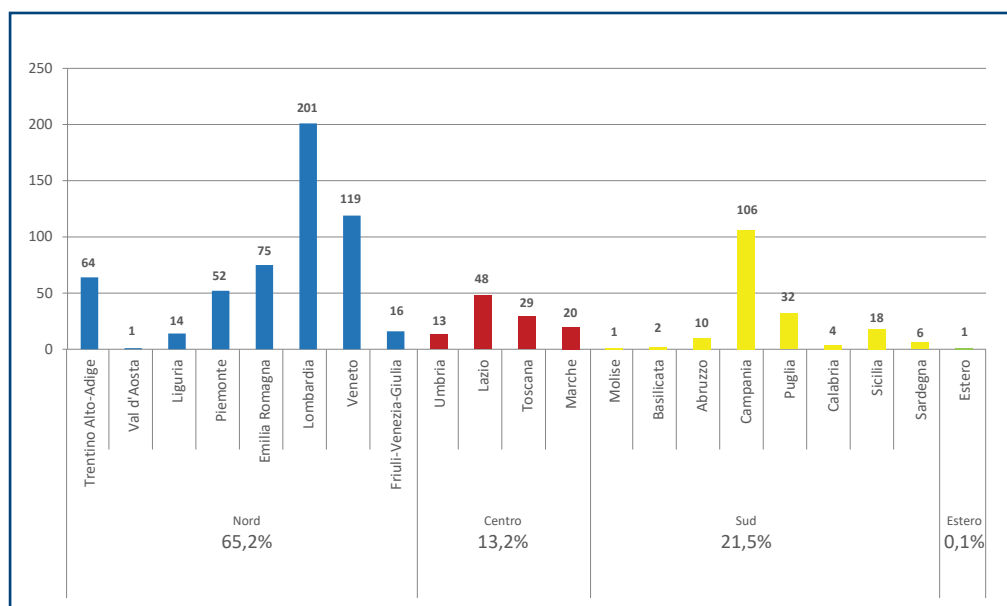
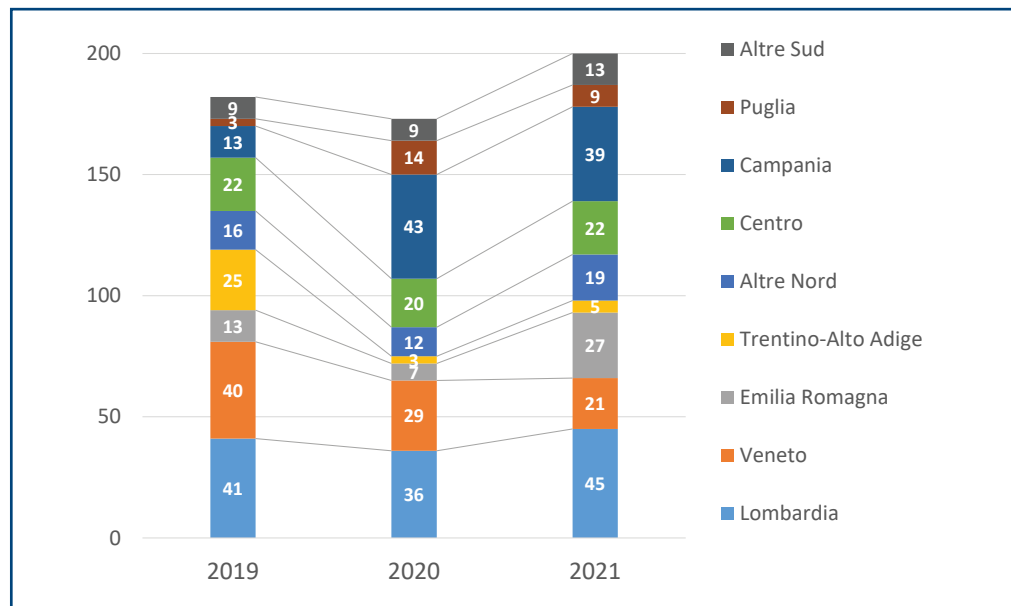


Figura 2.9

Segmentazione delle emittenti di *minibond* per localizzazione geografica. Campione: 832 imprese

Figura 2.10

Localizzazione geografica
delle imprese emittenti:
evoluzione dal 2019 al
2021



Le operazioni di 'basket bond'

Una delle criticità legate ai *minibond* emessi dalle PMI è la difficoltà nell'attrarre alcune tipologie di investitori professionali, in particolare stranieri, che tipicamente considerano *ticket* minimi di investimento sopra una certa soglia. La taglia di emissione di un *minibond* - come si vedrà nel Capitolo 3 - può invece essere anche molto piccola. Per rispondere a questo problema, è possibile ricorrere a emissioni di sistema che coinvolgono più emittenti, ottenendo uno schema noto con il nome di *'basket bond'*.

In realtà, nell'ambito dei *basket bond* osserviamo modelli diversi fra loro. In alcuni casi, le imprese si accordano per organizzare delle emissioni 'sincronizzate' rispetto alle scadenze, le quali vengono sottoscritte interamente da un veicolo di cartolarizzazione creato appositamente, che si finanzia a sua volta sul mercato con un'emissione di *asset backed securities* (ABSs) che hanno come sottostante i singoli *minibond*. Gli investitori finali, quindi, acquistano titoli cartolarizzati rappresentativi di un 'paniere' diversificato, riuscendo a raggiungere una massa critica consistente. È anche possibile creare più *tranche* di ABSs, *junior* e *senior*, che possono essere sottoscritte da investitori differenti, chiaramente con profili di rischio e rendimento diversi. A rendere questi programmi maggiormente appetibili sul mercato c'è la possibile concessione di garanzie a copertura dei finanziamenti.

In altri casi, le iniziative di *basket bond* prevedono un periodo di *ramp-up*: le aziende emettono individualmente i propri *minibond* che periodicamente vengono ceduti al veicolo di cartolarizzazione. Questo permette maggiore flessibilità nel processo e non vincola le aziende fra loro.

Infine, si osservano anche iniziative in cui semplicemente una serie di emissioni si susseguono nell'ambito di un programma mirato su una specifica filiera o area geografica, senza necessariamente la successiva cartolarizzazione, ma con l'unico obiettivo di creare economie di scala nell'*origination* e nei costi di emissione.

La prima esperienza di finanziamento di un *pool* di aziende con i *minibond* è avvenuta nel 2014 con l'operazione Viveracqua Hydrobond, ideata da Banca Finint che ha agito in qualità di *arranger*, che ha coinvolto alcune emittenti del settore idrico integrato in Veneto. L'importo della prima *tranche* è stato di € 150 milioni; nel 2016 una seconda *tranche* ha raccolto altri € 77 milioni, nel 2020 la terza edizione ha aggiunto altri € 248 milioni e ad inizio 2022 la quarta edizione ha raccolto ulteriori € 148,5 milioni. In totale le aziende coinvolte sono state 13.

Negli anni scorsi abbiamo poi evidenziato il lancio di ELITE Basket Bond (2017), un'operazione da € 122 milioni finalizzata a supportare la crescita delle società coinvolte nel programma ELITE con *arranger* e collocatore Banca Finint. In seguito, a inizio 2019 è stato



Vincenzo Carbonara
(Cassa Depositi e
Prestiti)

“L'obiettivo di Cassa Depositi e Prestiti è quello di rendere sempre più ampia e scalabile l'operatività sui *basket bond*, a conferma del proprio ruolo di leader di mercato, anche mediante l'ottenimento di ulteriori risorse di natura regionale, nazionale e comunitaria a copertura delle prime perdite cercando di replicare i casi di successo dei *Basket Bond* regionali.

La garanzia della Banca Europea per gli Investimenti consentirà di ampliare la gamma di soluzioni offerte attraverso il lancio di nuovi programmi dedicati alle filiere strategiche nazionali e allo sviluppo sostenibile in linea con gli obiettivi fissati dall'Agenda ONU 2030 (ovvero gli *SDGs*)”

lanciato da Cassa Depositi e Prestiti e altri *partner* l'Export Basket Bond Programme, un'operazione da € 500 milioni per supportare la crescita e l'internazionalizzazione delle imprese italiane che beneficia della garanzia di SACE. Nel 2020 è stata la volta dei progetti regionali Garanzia Campania Bond e Basket Bond Puglia.

Nel corso dell'ultimo anno sono stati registrati nuovi programmi di emissioni 'congiunte' nonché estensioni di programmi precedenti, organizzati sia per area geografica sia per filiera produttiva. La Tabella 2.1 riassume la situazione del mercato, con risorse mobilitate per oltre € 1,2 miliardi; si evidenzia il ruolo di *leader* di mercato di Cassa Depositi e Prestiti (CDP) che, a conferma di ciò, a fine 2021 ha stretto un accordo con la Banca Europea per gli Investimenti (BEI): esso prevede una garanzia di prima perdita pari a € 200 milioni, che consente di catalizzare un *budget* di investimenti sui *basket bond* per € 630 milioni. A tal riguardo è prevedibile nel 2022 l'arrivo di nuovi progetti a supporto di specifici settori, come quello dell'agroalimentare, o di specifiche aree regionali o di supporto per gli investimenti nella sostenibilità.

In Campania, il programma Garanzia Campania Bond ha raggiunto, ad oggi, 65 emittenti con un volume di risorse mobilitate pari a € 144,1 milioni. La finanziaria regionale Sviluppo Campania è intervenuta offrendo una garanzia fino al 25% sulla prima perdita del portafoglio. Tra febbraio e marzo 2021 sono stati chiusi il sesto e settimo *slot*, con emissioni di *minibond* per complessivi € 21,65 milioni da parte di 13 PMI del territorio campano. Negli ultimi mesi del 2021, invece, sono stati collocati l'ottavo e il nono *slot*, a cui hanno partecipato 11 società per complessivi € 25 milioni. L'operazione consentirà a tali aziende di finanziare nuovi investimenti dall'impatto sociale e ambientale positivo sul territorio campano. Tutte le emissioni sono state sottoscritte egualmente da Cassa Depositi e Prestiti e da Mediocredito Centrale-Banca del Mezzogiorno (MCC). L'RTI costituito da MCC e Banca Finint ha ricoperto il ruolo di *arranger* dell'operazione.

Progetto	Contesto	Investitori principali	Emittenti totali	Controvalore emissioni
Viveracqua Hydrobond (4 emissioni)	Ciclo idrico integrato nel Veneto	BEI, CDP, Kommunalcredit Austria	13	€ 623,5 milioni
Garanzia Campania Bond	PMI in Campania	CDP, MCC	65	€ 144,1 milioni
Basket Bond Puglia	PMI in Puglia	CDP, MCC, Unicredit	21	€ 87,2 milioni
Export Basket Bond Programme	Società coinvolte nel progetto ELITE	CDP, MCC	11	€ 62 milioni
ELITE Basket Bond	Società coinvolte nel progetto ELITE	BEI, CDP	10	€ 122 milioni
ELITE - Intesa Sanpaolo Basket Bond	PMI	Intesa Sanpaolo	18	€ 135 milioni
ELITE Basket Bond Lombardia	Società lombarde coinvolte nel progetto ELITE	CDP, Finlombarda	4	€ 37 milioni
Basket Bond di filiera	Settore vitivinicolo	CDP, Unicredit	3	€ 21 milioni
Basket Bond di filiera	Settore cultura	CDP, Unicredit	3	€ 21 milioni
Basket Bond Sella	Società ad alto potenziale di crescita	CDP, MCC, Banca Sella	2	€ 24,5 milioni
Basket Bond Euronext Growth	Società quotate su Euronext Growth Milan	CDP, MCC, Banca Finnat	3	€ 13 milioni

Tabella 2.1

Le principali operazioni di *basket bond* in Italia. Dati al 1/3/2022

Il programma Basket Bond Puglia ha raggiunto ad oggi 21 emittenti con un volume di risorse mobilitate pari a € 87,2 milioni. Nel 2021 sono state perfezionate nuove *tranche* di emissioni da 7 PMI per un capitale investito di € 35 milioni. Gli investitori sono Cassa Depositi e Prestiti, Mediocredito Centrale-Banca del Mezzogiorno e Unicredit, che svolge anche il ruolo di *arranger*.

ELITE Intesa Sanpaolo Basket Bond è un programma lanciato a fine 2019 che ad oggi ha



Cristiano Galli
(Banca Finnat)

“Si consolida il ruolo dei minibond come strumento di finanziamento strutturale e complementare a disposizione delle PMI e delle Mid-Cap italiane. Importante l'utilizzo di tali strumenti nell'ambito di operazioni strutturate, come nei Basket Bond. La definizione di schemi di garanzie specifici a supporto di tali operazioni - come ad esempio il Framework Guarantee Agreement siglato tra CDP e BEI - potrà favorire il coinvolgimento da parte degli investitori istituzionali”

raccolto € 135 milioni per 18 PMI italiane, di cui due nel 2021, per un controvalore di € 15 milioni. In questo caso i titoli sono stati sottoscritti direttamente dal gruppo bancario, per essere poi eventualmente oggetto di cartolarizzazione successiva.

Nel 2021 ha guadagnato una nuova emittente anche il programma da € 80 milioni di ELITE Basket Bond Lombardia promosso da ELITE, Finlombarda e Banca Finint, quest'ultima nel ruolo di *arranger* e collocatore; fino ad oggi le imprese finanziate sono state 4 con una raccolta di € 37 milioni. ELITE e Banca Finint stanno lavorando per un ulteriore *basket bond* a supporto di PMI e *mid-cap* italiane con l'obiettivo di raccogliere € 150 milioni (Basket Bond Italia).

Passiamo ora ai nuovi progetti avviati. Nel mese di marzo 2021, Cassa Depositi e Prestiti e Unicredit hanno lanciato un *basket bond* di filiera da € 200 milioni, volto a supportare gli investimenti per lo sviluppo e la crescita delle PMI e *mid-cap* italiane attive nelle filiere strategiche nazionali che hanno un rilevante impatto sullo sviluppo della competitività italiana. Con il primo *closing* dell'operazione sono state finanziate, per € 21 milioni complessivi, tre società del settore viti-vinicolo. Con il secondo *closing*, avvenuto a luglio 2021, sono stati aggiunti € 21 milioni investiti in tre aziende operanti nella filiera italiana della cultura, con *focus* sulla produzione e distribuzione cinematografica e televisiva.

Il programma Basket Bond Sella mira invece a sostenere i piani di sviluppo di società ad alto potenziale di crescita ed è arrivato a 2 emissioni per € 24,5 milioni; gli investitori sono CDP, MCC e Banca Sella.

Infine, nel 2021 è stato lanciato da Banca Finnat il programma Basket Bond Euronext Growth che si rivolge alle imprese quotate sul listino per le PMI di Borsa Italiana. Il programma prevede potenzialmente l'emissione di titoli obbligazionari per un valore complessivo di € 50 milioni. In ottobre 2021 sono partite le prime 3 emissioni per un controvalore di € 13 milioni. Cassa Depositi e Prestiti ha agito come *anchor investor* dell'operazione, Mediocredito Centrale e Banca Finnat Euramerica come co-investitori. Banca Finnat, coordinatrice del progetto, ha svolto anche il ruolo di *arranger*.

Non dimentichiamo le operazioni partite nel 2021 che, senza necessariamente passare attraverso la cartolarizzazione, hanno coinvolto piccole emittenti appartenenti a *cluster* locali o di filiera. Frigiolini & Partners Merchant ha ideato nel 2021 nuovi programmi 'Pluribond' per filiere di PMI: Trinacria in Sicilia (in cooperazione con Banca Popolare Sant'Angelo), Sviluppo Artigiano in Veneto e Lombardia, Nuraghi in Sardegna. Altri progetti locali saranno svolti in collaborazione con la Cassa di Risparmio di Asti, con il Consorzio Fidi marchigiano Uni.co. e con la SGR toscana Sviluppo Imprese Centro Italia, oltre ad analoghe iniziative con un gruppo di confidi facenti riferimento a Confcommercio. Altri programmi di emissioni sono stati lanciati da C&G Capital in Veneto.

Vogliamo poi citare l'iniziativa del Basket Bond Energia Sostenibile lanciata da Eni in collaborazione con ELITE e Illimity, un progetto di *supply chain finance* che intende supportare le aziende, soprattutto PMI, fornitrici del gruppo Eni. L'obiettivo è accompagnare e sostenere l'emissione di *minibond* per finanziare progetti volti al miglioramento dei parametri ESG di sostenibilità e al conseguimento degli Strategic Development Goals (SDGs). Ultima in ordine di tempo, la banca francese Crédit Agricole ha lanciato in questi giorni l'idea di un *basket bond* dedicato a piccole e medie imprese nel settore dell'agro-alimentare, con emissioni fra € 2 milioni e € 10 milioni.

Riteniamo che questo tipo di operazioni sia utile non solo per diversificare il rischio e raggiungere masse critiche interessanti per investitori che difficilmente guarderebbero al mondo dei *minibond*, ma anche per l'aspetto 'educativo' legato al coinvolgimento di più aziende che decidono in un qualche modo di mettersi in gioco assieme e di presentarsi unite davanti al pubblico degli investitori, condividendo buone pratiche manageriali e di relazione con il mercato del capitale.

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

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 istituzionali²:

- eventuali atti notarili (ad esempio la modifica dello Statuto per le Srl 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); 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 PRO³); 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 58);
- 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 (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 PRO³ 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%.

² 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

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;
2. il finanziamento della crescita ‘esterna’, attraverso eventuali acquisizioni;
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.



Graziano Novello
(Banca Sella)

“Pur in un contesto di mercato che continua ad essere caratterizzato dalla pandemia, il private debt si sta confermando quale strumento complementare al credito bancario per supportare efficacemente i progetti di investimento delle aziende clienti, alla ricerca di forme di finanziamento altamente personalizzate per sostenere iniziative imprenditoriali sempre più orientate all’innovazione e alla sostenibilità”

Box 2.1

Le emissioni di *minibond*
legate alla misura Fondo
Patrimonio PMI di
Invitalia

A causa delle restrizioni dell'attività economica legate alla pandemia Covid-19, molte aziende hanno subito negli ultimi due anni una consistente riduzione dei ricavi, con conseguente crisi di liquidità. Già si è detto che il Governo ha introdotto un piano di misure economiche per sostenere e rilanciare il sistema economico produttivo italiano. Tra queste, il Fondo Patrimonio Piccole Medie Imprese (PMI), istituito con il Decreto "Rilancio" (D.L. 34/2020 attuato dal D.M. 11 agosto 2020), sostiene la patrimonializzazione delle PMI che hanno effettuato un aumento di capitale (senza l'obbligo di una valutazione del merito creditizio), mediante il co-investimento da parte di Invitalia di obbligazioni o titoli di debito di nuova emissione.

Hanno potuto accedere alla misura le società per azioni, società in accomandita per azioni, società a responsabilità limitata (anche semplificata), società cooperative aventi sede legale in Italia (incluse stabili organizzazioni di società di Stati Membri UE/SEE) che non operano nei settori bancario, finanziario e assicurativo e che (i) abbiano un ammontare di ricavi nell'esercizio 2019 tra € 10 milioni e € 50 milioni e un numero di occupati inferiore a 250, (ii) abbiano subito, a causa della pandemia da Covid-19, una riduzione complessiva dei ricavi nei mesi di marzo e aprile 2020 pari ad almeno il 33% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, (iii) abbiano deliberato e integralmente versato, dopo il 19 maggio 2020, ed entro la data di presentazione della domanda, comunque non oltre il 31 dicembre 2020, un aumento di capitale a pagamento pari ad almeno € 250.000, (iv) abbiano emesso un'obbligazione o un altro titolo di debito con caratteristiche coerenti con quelle richieste dal Fondo in questione e (v) non risultino, al 31 dicembre 2019, impresa in difficoltà ai sensi della normativa comunitaria.

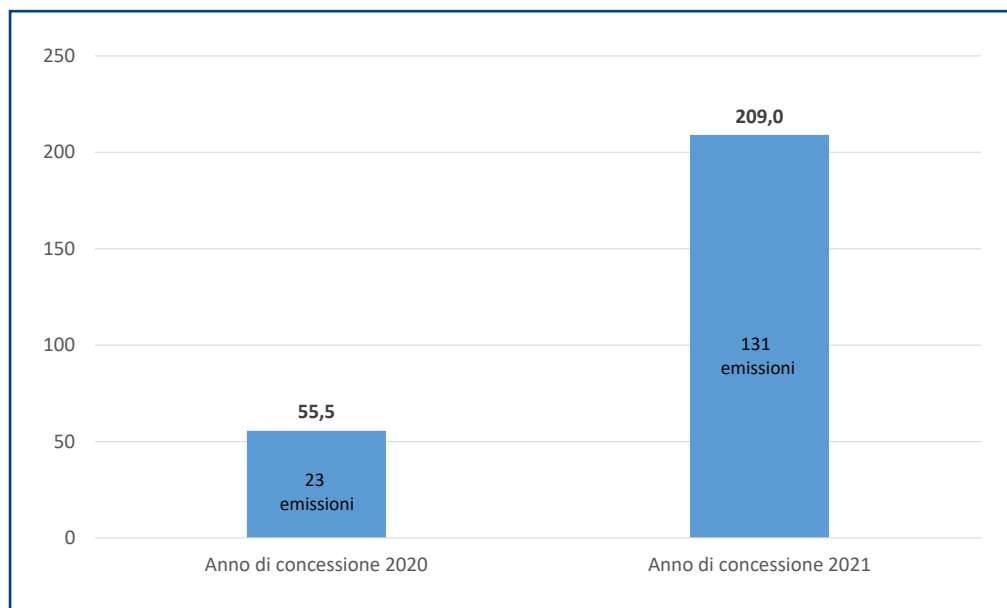
L'accesso al Fondo richiede che le imprese utilizzino il finanziamento per sostenere gli investimenti e le spese connesse alla normale operatività aziendale, quali quelle per il capitale circolante, costi per il personale, investimenti per espansione o ammodernamento in stabilimenti produttivi e attività imprenditoriali che siano localizzati in Italia. Inoltre, vengono incentivati investimenti, per importi non inferiori al 30% del valore dei titoli sottoscritti, finalizzati alla sostenibilità ambientale, all'innovazione tecnologica, al mantenimento dei livelli occupazionali, attraverso la possibilità di ottenere una riduzione del valore di rimborso del prestito, pari al 5% per ciascuno degli impegni integralmente adempiuti. In nessun caso la liquidità ottenuta potrà essere utilizzata per il pagamento di debiti pregressi. In aggiunta, le imprese che accedono a questo prestito devono momentaneamente interrompere la distribuzione di riserve, l'acquisto di azioni proprie e altre operazioni simili su capitale, canalizzando le risorse sulla gestione operativa e sugli investimenti per il rilancio. A salvaguardia delle risorse pubbliche sono previsti obblighi informativi e il monitoraggio sull'andamento delle imprese beneficiarie; le imprese devono fornire, a cadenza trimestrale, un rendiconto che attesti il rispetto delle condizioni, dei termini e degli impegni assunti.

Le emissioni sono caratterizzate da un ammontare massimo commisurato al minore tra tre volte l'ammontare dell'aumento del capitale eseguito e il 12,5% del fatturato del 2019. I prestiti hanno una durata di sei anni, *bullet*, con opzione di rimborso anticipato dopo il terzo anno a favore della società emittente o del Fondo Patrimonio PMI. I titoli di debito sono emessi alla pari e remunerati ad un tasso agevolato, previsto dal Temporary Framework dell'Unione Europea, pari all'Euribor + 1,75% per il primo anno, Euribor + 2,00% per il secondo e terzo anno, e Euribor + 2,50% per i successivi anni. Gli interessi maturano con cadenza annuale ma possono essere corrisposti, su indicazione dell'emittente, in un'unica soluzione alla data del rimborso.

Le PMI italiane che hanno beneficiato della misura sono state 154, per un controvalore complessivo di € 264,5 milioni (si veda la Figura 2.11). Nel dettaglio, l'ammontare medio delle emissioni è stato di € 2,0 milioni, con picco minimo di € 0,25 milioni e massimo di € 5,8 milioni. Il valore mediano, invece, si attesta a € 1,32 milioni. Interessante la distribuzione geografica dei destinatari: quasi il 60% delle aziende nel campione ha sede operativa nel Nord Italia, il 30% nel Centro, e solamente il 10% nel Sud. La regione con più alto numero di PMI emittenti nell'ambito del Fondo gestito da Invitalia è la Lombardia (con 47 emissioni), seguita da Lazio (26 emissioni), Emilia-Romagna e Piemonte (15 emissioni a testa).

Trattandosi a tutti gli effetti di *minibond*, vanno contabilizzati a pieno titolo nei numeri del mercato. Viste però le condizioni standardizzate (e agevolate) di cui sopra, che avrebbero distorto in modo rilevante le nostre statistiche, abbiamo preferito considerarle a parte. Siamo però consapevoli che, pur nell'ambito di una misura emergenziale, le PMI coinvolte abbiano avuto la possibilità di conoscere e sperimentare un nuovo strumento di finanziamento.

L'elenco delle emittenti è riportato in Appendice.

**Figura 2.11**

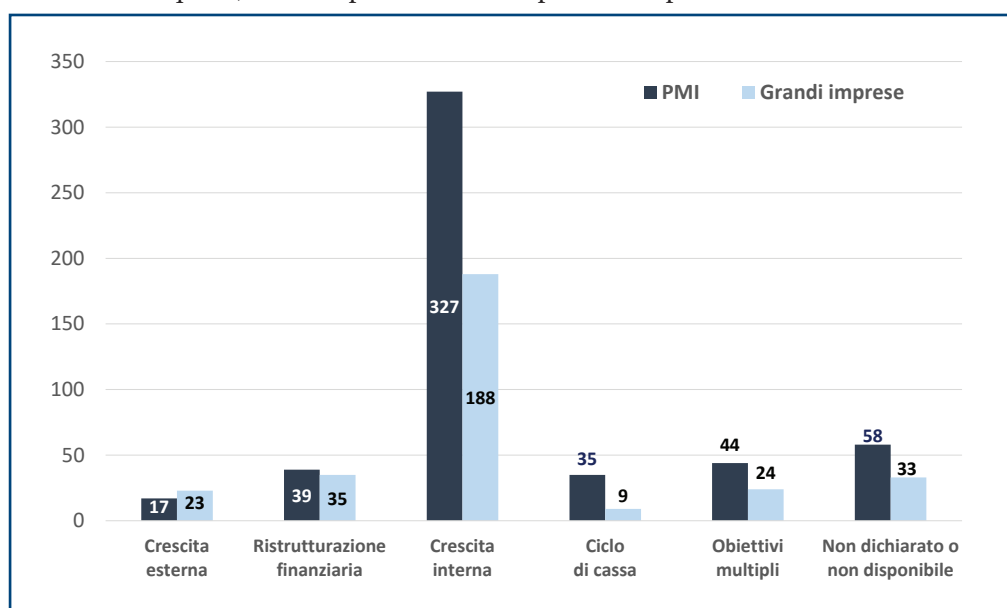
I *minibond* sottoscritti da Invitalia nel 2020 e nel 2021 nell'ambito della misura Fondo Patrimonio PMI. Valori in € milioni

La Figura 2.12 suddivide il campione totale delle imprese in funzione della motivazione principale dichiarata³. Si nota che la determinante principale è il finanziamento della crescita interna, che riguarda il 61,9% delle imprese. Seguono l'obiettivo della ristrutturazione finanziaria del passivo (8,9%) e la volontà di raccogliere capitale del capitale circolante (5,3%; si tratta delle cambiali finanziarie e dei titoli *short term*). In 40 casi (4,8%) il *minibond* viene destinato al finanziamento di future acquisizioni esterne. In 68 casi erano dichiarati obiettivi multipli, non riconducibili prevalentemente ad una delle altre voci. In 91 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 2.12), 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.

³ Nel caso di imprese che hanno collocato più emissioni, viene considerata la motivazione dominante fra quelle esposte nei diversi round

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

**Figura 2.12**

Finalità dichiarate dell'emissione di *minibond* fino a € 50 milioni. Campione: 832 imprese

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 *mini-bond* 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 lordo⁴. I risultati mostrano che ben 63 PMI (di cui 12 emittenti nel 2020) avevano un margine operativo lordo negativo al momento dell'emissione; 85 (di cui 17 emittenti nel 2020) mostravano un rapporto fra oneri finanziari prospettici e margine operativo superiore 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 2020, si è provveduto ad aggiornare il quadro dei principali indici contabili delle PMI emittenti. La Tabella 2.2 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 2020 e del 2021 arriviamo all'anno 1 e all'anno 0 rispettivamente.

Tabella 2.2

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: 285 PMI emittenti di *minibond* dal 2019 al 2021. Fonte: AIDA-BVD

Emittenti 2019	Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1
ROE	5,8% (6,4%)	9,1% (7,0%)	7,6% (6,7%)	6,2% (5,9%)	2,2% (2,7%)
ROA	2,9% (3,1%)	3,3% (2,9%)	3,4% (2,9%)	3,1% (2,8%)	1,7% (1,9%)
EBITDA / Vendite	-3,3% (8,7%)	0,8% (10,1%)	4,3% (9,1%)	2,9% (9,2%)	-0,2% (11,2%)
Test acido	1,03 (0,76)	0,99 (0,78)	0,88 (0,73)	1,11 (0,79)	1,38 (1,08)
Leverage	1,54 (1,39)	6,21 (1,61)	6,87 (1,40)	0,70 (1,15)	2,06 (0,94)
Emittenti 2020	Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1
ROE	12,8% (9,9%)	13,2% (11,5%)	12,8% (11,7%)	5,6% (6,6%)	-
ROA	5,4% (5,1%)	6,6% (5,1%)	5,5% (4,6%)	3,4% (3,6%)	-
EBITDA / Vendite	11,1% (8,0%)	3,8% (8,2%)	4,5% (8,4%)	1,6% (8,8%)	-
Test acido	1,17 (0,93)	1,23 (0,98)	1,20 (1,00)	1,75 (1,45)	-
Leverage	1,33 (1,10)	1,40 (0,96)	1,14 (0,88)	1,12 (0,92)	-
Emittenti 2021	Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1
ROE	10,6% (14,0%)	16,1% (11,6%)	13,2% (10,0%)	-	-
ROA	6,2% (4,8%)	5,8% (4,5%)	5,1% (3,7%)	-	-
EBITDA / Vendite	8,8% (8,9%)	12,3% (8,9%)	11,6% (9,3%)	-	-
Test acido	1,00 (0,89)	1,00 (0,90)	1,29 (1,14)	-	-
Leverage	2,18 (1,27)	1,62 (1,22)	1,20 (0,95)	-	-

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. Infatti si vede un calo della redditività nell'anno 2020 (che rappresenta rispettivamente l'anno +1, 0, -1 per le emittenti del 2019, 2020, 2021).

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

⁴ Questa verifica è stata possibile solo per le PMI emittenti fino all'anno 2020 (ultimo anno disponibile per i bilanci). Nella Tabella 2.2 riportiamo i dati solo per le emittenti dal 2019 in avanti. Rimandiamo ai Report precedenti per i dati sulle emittenti fino al 2018.

Biogas Sardegna (BS) Green Srl

BS Green Srl è un veicolo partecipato dal gruppo Anaergia, costituito per realizzare un impianto di biogas per il trattamento degli scarti di macellazione in Sardegna, nella provincia di Oristano. Una parte consistente del progetto è stata finanziata con l'emissione di due *minibond*, quotati su ExtraMOT PRO³ nel segmento Infrastructure Green, per un importo di € 11,35 milioni, suddivisi ciascuno in due *tranche senior e junior* (con tassi rispettivamente variabili e fissi). L'*Anchor investor* è stato il fondo Foresight Italian Green Bond Fund. Le quote restanti sono state sottoscritte da SFIRS (Società Finanziaria Regione Sardegna) e Cofidi Sardegna. "Avevamo già visto con curiosità altre iniziative sui *minibond* in Sardegna - dice Andrea Massidda di BS Green - e abbiamo accettato la sfida per presentare il progetto come innovativo anche in ambito finanziario; avere la Regione come co-investitore è motivo di orgoglio e responsabilità per tutti noi".

Commerciale Tubi Acciaio SpA

Parliamo di un gruppo nato a Grugliasco (TO) nel 1959, che oggi ha diverse sedi in Italia e nel mondo, fornitore di tubi in acciaio inossidabile, acciaio legato e acciaio al carbonio. Il volume d'affari di pre-consuntivo del 2021 è stato pari a € 180 milioni; nello stesso anno la società ha raccolto € 500.000 con un Minibond Short Term Revolving quotato su ExtraMOT PRO³, scadenza 1 anno e cedola 4%. *Advisor* dell'operazione è stato Frigioli & Partners Merchant. Secondo Tiziano Riboldi, direttore del controllo di gestione del gruppo, "abbiamo pensato ad uno strumento di finanza alternativa, complementare e innovativo che potesse fornire impatti positivi alla nostra società". Tre sono i vantaggi segnalati, che hanno controbilanciato il costo del capitale, che appare superiore a quello di un normale finanziamento: visibilità e reputazione, acquisizione di nuove competenze finanziarie, apertura di nuove relazioni con il mercato del capitale.

Nordfluid SpA

La milanese Nordfluid distribuisce componenti oleodinamici e Fluid Conveyance, rappresentando alcuni fra i più importanti marchi a livello mondiale. A livello di gruppo impiega più di 135 dipendenti e nel 2021 il valore della produzione si è attestato a oltre € 44 milioni. Nel 2021 Nordfluid ha emesso un *minibond*, sottoscritto da Mediocredito Trentino-Alto Adige, importo € 2 milioni, scadenza 5 anni e cedola 2,25%, supportato dalla garanzia del Fondo Europeo per gli Investimenti. Il capitale finanziario lo sviluppo del *business*, con investimenti importanti nella parte logistico/distributiva e nella digitalizzazione. Commenta Alberto Carlo Magri, COO & Group CFO: "Guardavamo con curiosità ai *minibond* da tempo, con alcuni dubbi. Ci ha convinto il fatto che molte banche impongono limiti nel credito diretto, soprattutto sul medio termine, mentre il *minibond* è più flessibile e valorizza la capacità dell'impresa di implementare un buon controllo di gestione". Non a caso che nelle scorse settimane l'impresa ha emesso un secondo *minibond* sempre da € 2 milioni, sottoscritto da Unicredit e assistito dal Fondo di Garanzia statale.

Roboqbo Srl

Roboqbo è un'azienda di Bentivoglio (BO) che progetta e vende macchine e impianti per la trasformazione nei settori *food*, cosmetico o farmaceutico. È fra le 400 aziende italiane che hanno avuto la maggiore crescita di fatturato nel triennio 2015-2018, secondo Il Sole 24 Ore. Nel 2021 ha raccolto € 1 milione sul portale Fundera attraverso un *minibond* a scadenza 18 mesi, cedola annuale 4%. Secondo l'amministratore unico Giuseppe Malavasi "l'azienda è in un periodo di forte espansione, che necessita di essere supportata. Per questo motivo ci piace esplorare diverse strade ed, in ambito finanziario, abbiamo pensato di approcciare un 'nuovo' mercato alternativo al credito bancario, dal quale non abbiamo comunque mai subito restrizioni". L'esperienza è giudicata molto interessante e formativa, visto il riscontro positivo avuto dal mercato in tempi brevissimi.

Sideralba SpA

Fondata nel 1993 da Tommaso Rapullino, Sideralba è un'azienda siderurgica di Acerra (NA) che produce e commercializza su scala mondiale prodotti d'acciaio come *coils*, tubi, nastri, lamiere da *coils* e profili aperti. Impiega circa 600 dipendenti su 4 impianti in Italia e in Tunisia; il fatturato consolidato 2020 è stato pari a € 223 milioni. Sideralba ha emesso nel 2021 il suo primo *minibond* da € 12 milioni, con cedola annuale pari a 1,75%, scadenza 2027, assistito da Garanzia Italia di SACE e quotato su ExtraMOT PRO³. *Arranger* dell'operazione è stata Banca Finint mentre gli *anchor investor* sono stati CDP e MCC. "Grazie a questa operazione - dice Daniele Palombi, CFO - otterremo una maggiore diversificazione delle forme di finanziamento, un *corporate brand* riconoscibile nel mercato dei capitali e una maggiore visibilità dell'azienda".

Box 2.2

Casi di studio di emittenti di *minibond* nel 2021



Andrea Massidda
(BS Green Srl)



Tiziano Riboldi
(Commerciale Tubi Acciaio SpA)



Alberto Carlo Magri
(Nordfluid SpA)



Giuseppe Malavasi
(Roboqbo Srl)



Daniele Palombi
(Sideralba SpA)

Box 2.2 (segue)

Casi di studio di emittenti di *minibond* nel 2021



Franco Soldati
(Udinese Calcio SpA)

Udinese Calcio SpA

Fondata nel 1896, la squadra di calcio partecipa al campionato di serie A da 26 edizioni consecutive e nella stagione 2020/21 ha registrato ricavi per € 107,7 milioni, in crescita rispetto al periodo precedente. Nel luglio 2021 il club ha perfezionato l'emissione di un *minibond* da € 15 milioni, scadenza nel 2026, attraverso la piattaforma di Epic SIM (oggi Azimut Direct), supportato da Garanzia Italia di SACE. "Per l'Udinese è un importante passo verso il futuro - sottolinea il presidente Franco Soldati - per garantire alla squadra gli investimenti di rafforzamento tecnico. Puntiamo inoltre a effettuare ulteriori migliorie alla Dacia Arena, lo stadio di proprietà, per dare al territorio e ai tifosi una struttura all'avanguardia e un impianto fruibile tutto l'anno, ora che finalmente sarà possibile tornare al 100% della capienza".

della marginalità prima del collocamento, meno marcato per le emittenti del 2019. È interessante vedere che la marginalità non sembra essere intaccata dalla pandemia del 2020; possiamo pensare che le emittenti del 2020 e del 2021 siano state selezionate guardando anche alla capacità di resilienza durante lo *shutdown*.

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 dell'anno successivo all'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 2.3 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 409 PMI che hanno raccolto dal 2017 al 2021. I dati relativi alle emittenti degli anni precedenti sono riportati nei Report passati.

Tabella 2.3

Compounded annual growth rate (CAGR) dei ricavi consolidati prima dell'emissione. L'anno 0 è quello dell'emissione. Campione: 409 PMI emittenti di *minibond* dal 2017 al 2021. Fonte: AIDA BVD

Emittenti	Periodo	Valore medio	Valore mediano	Primo quartile	Terzo quartile
2017	(-3, -1)	23,4%	10,1%	2,6%	25,8%
	(0, +2)	10,5%	6,1%	-2,0%	17,5%
2018	(-3, -1)	15,5%	11,8%	3,4%	26,8%
	(0, +2)	-1,7%	-3,2%	-16,2%	12,1%
2019	(-3, -1)	13,2%	7,7%	3,0%	17,1%
	(0, +1)	4,9%	-1,8%	-12,8%	10,6%
2020	(-3, -1)	11,3%	9,8%	1,0%	18,1%
2021	(-3, -1)	10,4%	4,7%	-5,3%	20,4%

Le PMI che collocano *minibond* mediamente crescono in misura significativa già prima della raccolta di capitale: valori medi e mediani sono sempre positivi.

Dopo l'emissione, per le emittenti del 2017 c'è una crescita ulteriore, che per le imprese più dinamiche è superiore al 17,5% (valore del terzo quartile). Per le emittenti del 2018 e del 2019 la crescita dei ricavi è limitata dallo *shutdown* del 2020, ma si nota che almeno un quarto delle imprese è comunque cresciuta ad un ritmo medio superiore al 10%.

Sulla base delle interviste condotte finora (si veda ad esempio il Box 2.2 nella pagina precedente, che riporta alcuni casi di emittenti del 2021), pensiamo che non ci sia un'evidenza di un 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.

Focus: investimenti e assunzioni dopo l'emissione

Quest'anno proponiamo un'analisi inedita su cosa è successo dopo l'emissione dei *minibond* rispetto a due fattori importanti: gli investimenti in *asset* fissi e il numero di occupati. Il capitale destinato all'incremento di immobilizzazioni materiali (come impianti e strumentazioni) e immateriali (come costi di ricerca e sviluppo capitalizzati, brevetti o avviamento da acquisizioni) è un importante catalizzatore per la crescita economica e la creazione di posti di lavoro, elementi così preziosi per l'economia nazionale.

Per poter considerare un orizzonte di tempo significativo dopo l'emissione, abbiamo focalizzato l'attenzione sulle emissioni fra il 2016 e il 2018. Grazie alla collaborazione con Infocamere, sono stati raccolti i dati relativi agli addetti e dai dati di AIDA-BVD è stato calcolato l'incremento delle immobilizzazioni tangibili e intangibili da un anno all'altro, prima e dopo l'emissione (che per noi è l'anno 0), al lordo degli ammortamenti.

Le Figure 2.13, 2.14 e 2.15 riportano i dati rispettivamente per le emittenti del 2016, 2017 e 2018. In particolare per ogni anno considerato è stato calcolato il valore mediano⁵ degli investimenti lordi rapportati al fatturato.

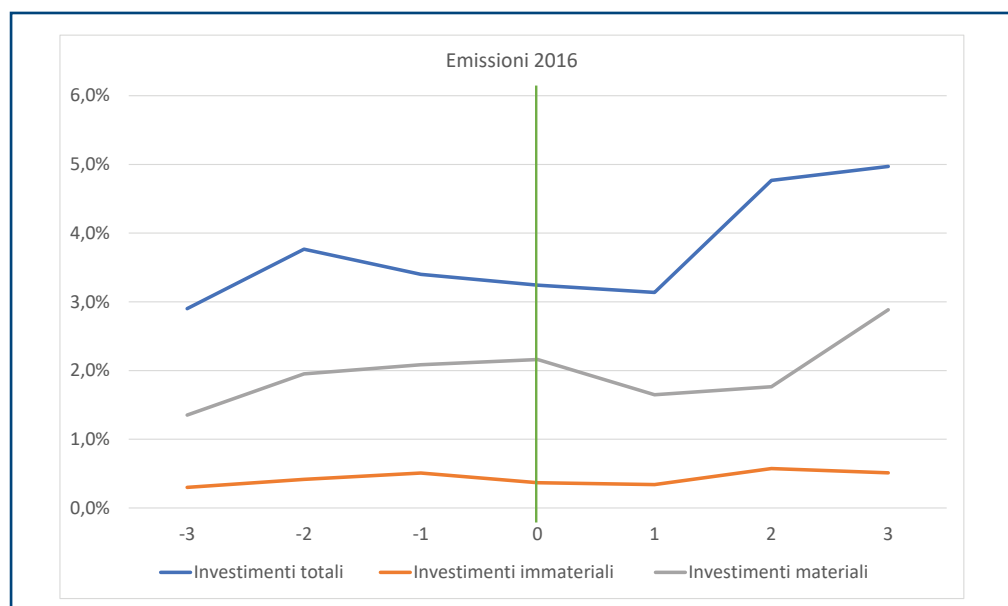
Partendo dal 2016, i dati di 74 emittenti evidenziano una certa stabilità nel flusso, fino all'anno dopo l'emissione (il valore mediano è fra 3% e 4%). Nell'anno 2 si vede un



Danilo Maiocchi
(Innexa)

"La nuova finanza per le PMI nel prossimo futuro dovrà avere due caratteristiche: risposte rapide, offerta integrata "one stop shop".

I minibond saranno a pieno titolo protagonisti di questa fase: collocamento su piattaforme digitali, debito di raccolta privata, finalizzazione su progetti di crescita con remunerazione interessante. Non li perdiamo d'occhio"



⁵ Il valore mediano è ritenuto più affidabile rispetto al valore medio, per evitare l'effetto di distorsione legato ad alcuni outlier.

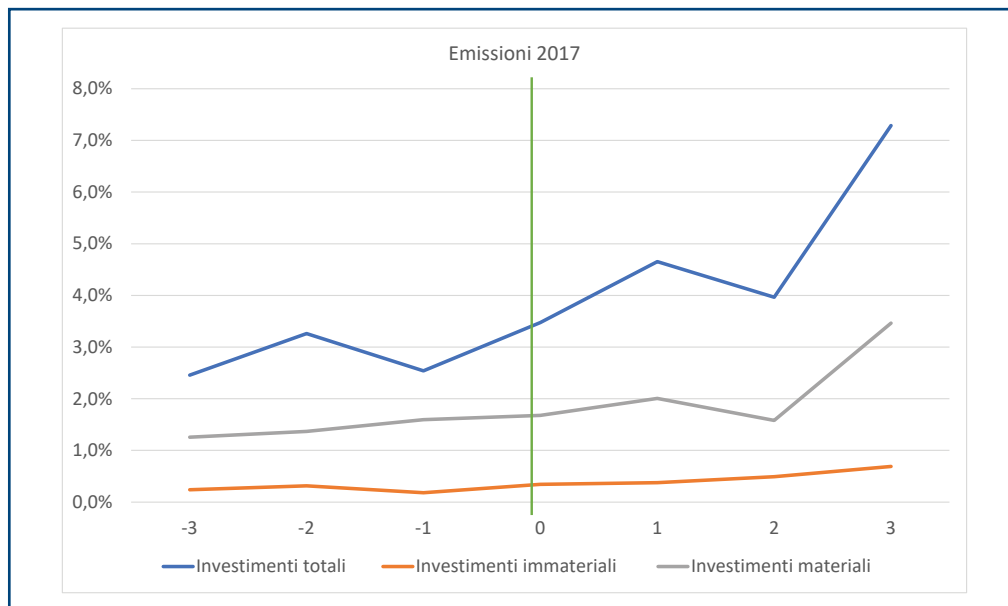
Figura 2.13

Flusso di investimenti materiali e immateriali, rapportati al fatturato, prima e dopo l'emissione di *minibond*: valore mediano annuale. Campione: 74 emittenti nel 2016.

Fonte: AIDA-BVD

Figura 2.14

Flusso di investimenti materiali e immateriali, rapportati al fatturato, prima e dopo l'emissione di *minibond*: valore mediano annuale. Campione: 95 emittenti nel 2017. Fonte: AIDA-BVD



buon incremento per gli investimenti totali (il valore sale a 4,8% e poi 5% nei 12 mesi successivi).

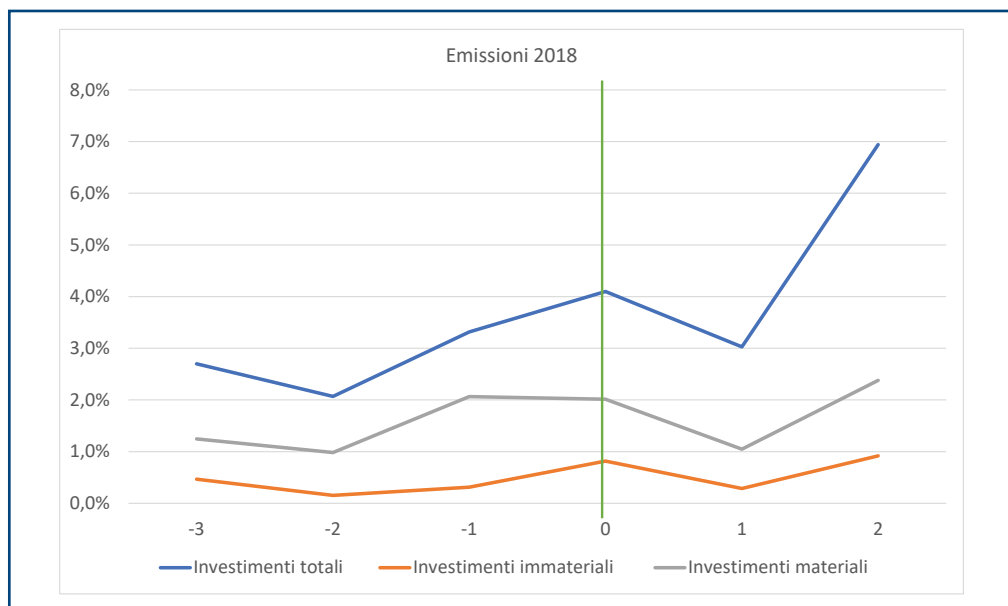
Per quanto riguarda il 2017, per cui abbiamo 95 osservazioni disponibili, si vede un aumento degli investimenti rapportati ai ricavi già nell'anno dell'emissione (valore mediano 3,5%), legato agli *asset* sia tangibili sia intangibili. Nei tre anni successivi si rileva un *trend* favorevole; ricordando i dati di Tabella 2.3, ovvero che molte delle emittenti vedono un aumento del fatturato, si può apprezzare come la crescita degli investimenti sia più che proporzionale. Il 'picco' osservato nell'anno 3 (il 2020) è semplicemente legato al calo dei ricavi dovuto allo *shutdown*; implica che le emittenti non hanno comunque frenato drammaticamente gli investimenti anche nell'anno della pandemia.

Le emittenti del 2018 (96 casi) sembrano mostrare una crescita degli investimenti già l'anno prima dell'emissione, che prosegue nell'anno 0 (valore mediano 4,1%); l'anno dopo gli investimenti sembrano invece rallentare. Nell'anno 2 (ovvero il 2020) si ritrova lo stesso effetto evidenziato per le emittenti del 2019; a fronte di una riduzione diffusa del giro d'affari gli investimenti si mantengono invece significativi.

Riassumendo i numeri, le dinamiche sembrano variare in funzione dell'anno di emissione, probabilmente anche seguendo i cicli economici. In generale si nota però un aumento del flusso di investimenti per le imprese che hanno raccolto capitale con i *minibond*, in alcuni casi già prima dell'emissione, in altri casi successivamente.

Figura 2.15

Flusso di investimenti materiali e immateriali, rapportati al fatturato, prima e dopo l'emissione di *minibond*: valore mediano annuale. Campione: 96 emittenti nel 2018. Fonte: AIDA-BVD



	Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2
Primo quartile	0,0%	0,4%	1,2%	1,2%	0,9%	2,5%
Secondo quartile	1,6%	1,8%	2,4%	2,4%	2,3%	3,2%
Terzo quartile	5,3%	4,0%	3,9%	5,1%	5,3%	4,8%
Ultimo quartile	17,0%	13,6%	9,9%	10,8%	9,5%	10,6%

Tabella 2.4

Flusso di investimenti totali rapportati al fatturato: valore mediano per quartile riferito ai valori all'anno -3. Campione: 265 emittenti dal 2016 al 2018. Fonte: AIDA BVD

La Tabella 2.4 riassume i dati per tutte le emittenti, segmentandole per quartile definito in funzione al flusso di investimenti esistente all'anno -3 e riporta il valore mediano periodo per periodo. Si nota che aggregando tutto il campione le tendenze sembrano stemperarsi; le imprese che prima dell'emissione investono poco (primo quartile), sembrano accelerare leggermente nella fase successiva. Per le emittenti che già investivano molto in relazione al fatturato, la raccolta con il *minibond* non sembra correlata ad un impulso addizionale. Non si trova dunque evidenza di una 'spinta' decisiva verso investimenti incrementali; è invece più probabile che il capitale raccolto serva per 'mantenere' il flusso corrente.

Ovviamente un'analisi più dettagliata dovrebbe depurare i numeri dal ciclo economico e fare un confronto con imprese comparabili che non hanno emesso *minibond*; questo è proprio un obiettivo di ricerca dell'Osservatorio per i prossimi mesi.

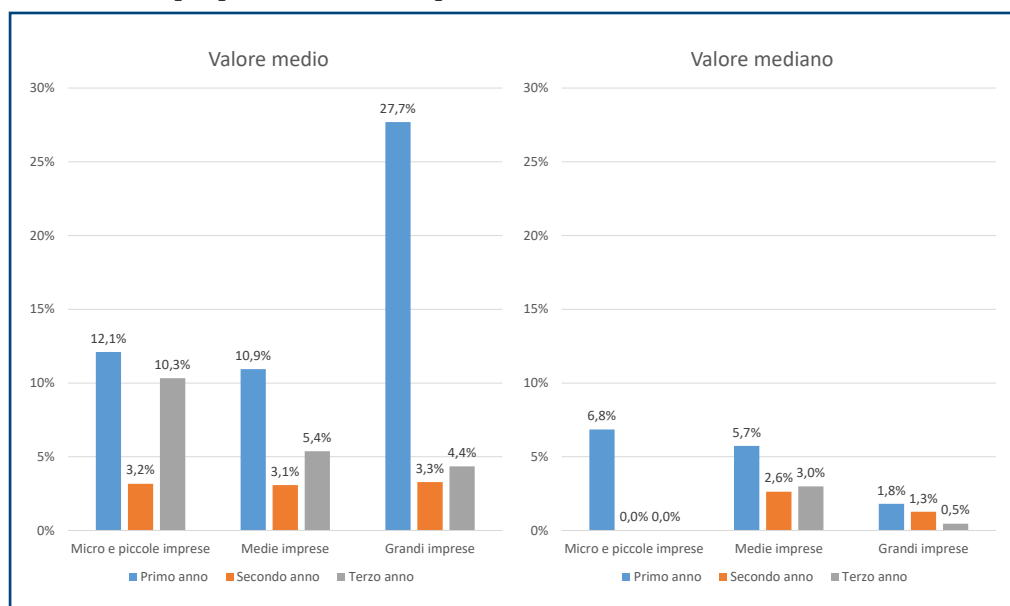
Venendo ora ai dati sull'occupazione, è stato possibile recuperare le informazioni sul numero di addetti per 213 emittenti che hanno collocato *minibond* dal 2016 al 2018. La Tabella 2.5 riassume l'evoluzione temporale, partendo dall'anno dell'emissione (anno 0). Si può vedere che nel complesso le emittenti considerate impiegavano 41.326 addetti nell'anno della raccolta di capitale, poi diventati 49.296 dopo 3 anni, con un incremento del 19,3%.

		Emittenti 2016	Emittenti 2017	Emittenti 2018	Emittenti (tutte)
Imprese		59	77	77	213
Numero addetti	Anno 0	11.463	14.116	15.747	41.326
	Anno 1	13.309	15.965	15.964	45.238
	Anno 2	14.315	16.969	15.821	47.105
	Anno 3	14.864	18.060	16.372	49.296
Incremento addetti nel periodo		3.401 (+29,7%)	3.944 (+27,9%)	625 (+4,0%)	7.970 (+19,3%)

Tabella 2.5

Numero di addetti impiegati nelle imprese che collocano *minibond*. Campione: 213 emittenti dal 2016 al 2018. Fonte: Infocamere

Esaminando le emissioni anno per anno, si vede che il contributo più significativo è arrivato dalle aziende che hanno raccolto nel 2016 e nel 2017, mentre il contributo di quelle del 2018 è sempre positivo ma molto più contenuto.

**Figura 2.16**

Incremento percentuale medio e mediano degli addetti, nei tre anni dall'emissione di un *minibond*, per dimensione di impresa. Campione: 213 emittenti dal 2016 al 2018. Fonte: Infocamere

Box 2.3

Aggiornamento sui casi
di ristrutturazione e
ridiscussione dei prestiti

Nel contesto difficile che hanno vissuto molte aziende nel 2020, è inevitabile e fisiologico che nel 2021 si siano registrati nuovi episodi di difficoltà nel rimborso dei *minibond*.

Cominciando dagli aggiornamenti sui casi emersi nel 2020, TSW Industries Srl, emittente di *minibond* quotati, è stata dichiarata fallita nel febbraio 2021. Pasta Zara ha ottenuto un prestito di € 25 milioni da AMCO Asset Management Company a servizio del piano di ristrutturazione del debito e il rilancio delle attività.

I nuovi casi di fallimenti di aziende presenti nel nostro *database*, registrati nel 2021 sono: Alma Media SpA (fallimento dichiarato nel febbraio 2021), Energa Group Srl (fallimento dichiarato nello stesso mese), Microcast SpA (fallimento dichiarato nel novembre 2021). A questi si sommano una serie di richieste di concordati preventivi, il cui *iter* è però solo avviato, nonché di accordi per la rinegoziazione dei prestiti, frutto di accordi con gli investitori.

Non si ha la pretesa di stabilire una relazione causa-effetto, per la quale servono modelli di stima più raffinati, ma il dato di fatto è che i posti di lavoro creati dalle imprese sono quasi 8.000.

Per entrare nel merito dell'eterogeneità del campione a disposizione, la Figura 2.16 descrive i tassi di crescita degli addetti in organico da un anno all'altro dopo l'emissione, distinguendo fra micro e piccole imprese (43 società con fatturato all'emissione inferiore a € 10 milioni), medie imprese (94 aziende fatturato compreso fra € 10 milioni e € 50 milioni) e grandi imprese (76 società aventi fatturato superiore a € 50 milioni).

Per le micro e piccole imprese vediamo un buon tasso di crescita medio nel primo anno (+12,1%), che si riduce l'anno dopo e torna a doppia cifra nel terzo anno. Il valore mediano è positivo il primo anno, nullo nei due successivi; ciò si spiega ricordando che diverse imprese emittenti sono aziende con volume d'affari e organico ridotto, destinate a gestire specifici progetti che non comportano l'assunzione di personale in modo significativo.

Più interessanti sono i risultati per le medie e grandi imprese; anche in questo caso vediamo un incremento dell'organico significativo nel primo anno (+10,9% in media per le medie aziende, +27,7% per le grandi). Il valore mediano è più contenuto ma è sempre positivo e anche in questo caso maggiore per il primo anno.

La conclusione è che le emittenti analizzate in questo campione hanno attuato politiche di assunzione di nuovi addetti già nel breve termine; si può supporre che il capitale raccolto abbia facilitato la decisione.

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 2021.

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

La tassonomia dei *minibond*

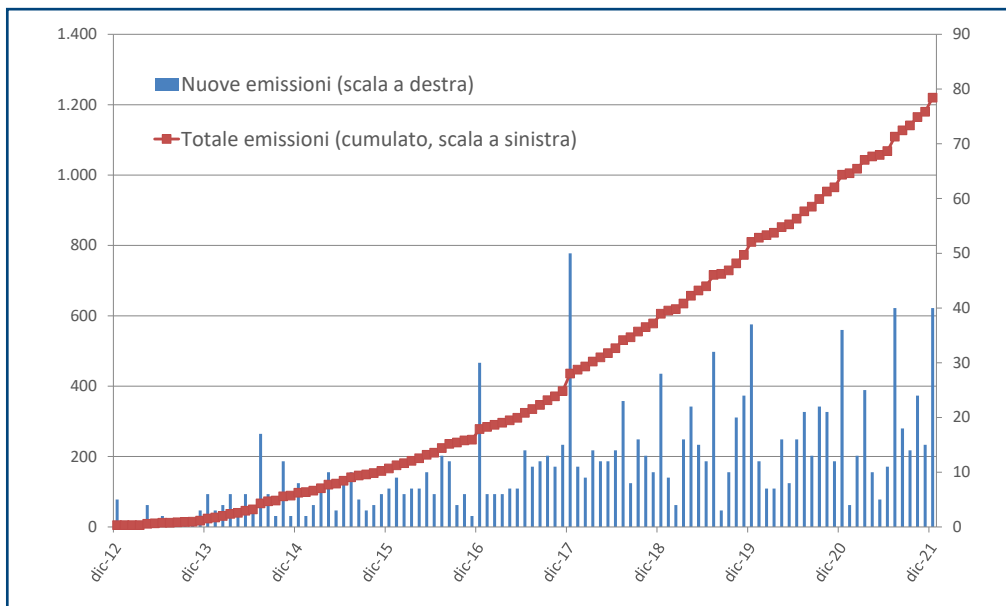
(*) oltre all'eventuale *originator*

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 ridistribuire 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 2021 (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* (ABSs), ovvero di titoli cartolarizzati emessi da veicoli appositamente creati, che potranno essere quotati o no (*'basket bond'*).

Le emissioni fino al 2021: statistiche descrittive

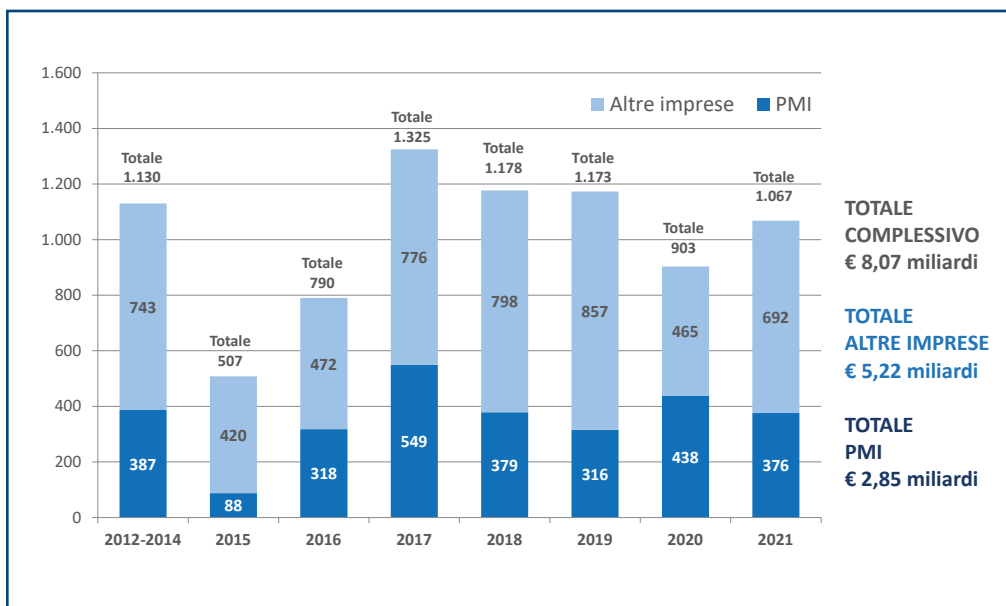
Le emissioni di *minibond* censite dall'Osservatorio durante l'anno 2021 di importo inferiore a € 50 milioni, in linea con la definizione adottata nel Capitolo 1, risultano essere 219. L'elenco completo è riportato in Appendice. Nel corso del 2020, anno della pandemia, si erano registrate invece 191 emissioni; l'incremento è quindi pari a +14,7%. Il primo semestre 2021 ha sostanzialmente replicato i flussi del 2020, mentre c'è stato un buon aumento nel secondo semestre. Nel mese di luglio e di dicembre si sono registrate ben 40 emissioni e solo il mese di dicembre del 2017 ha fatto meglio.

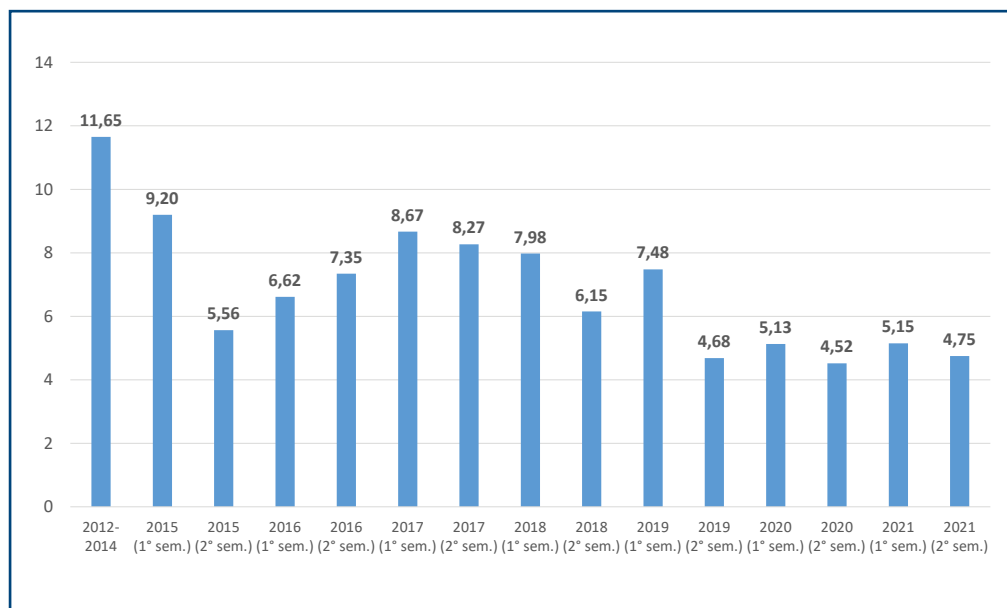
A partire dal 2012 disponiamo di un campione complessivo di 1.220 collocamenti.

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 i *minibond* detengono un proprio mercato 'stabile'.

Figura 3.2

Flusso temporale del controvalore di emissioni di *minibond* fino al 31 dicembre 2021. Dati in € milioni. Campione: 1.220 emissioni sotto € 50 milioni



**Figura 3.3**

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

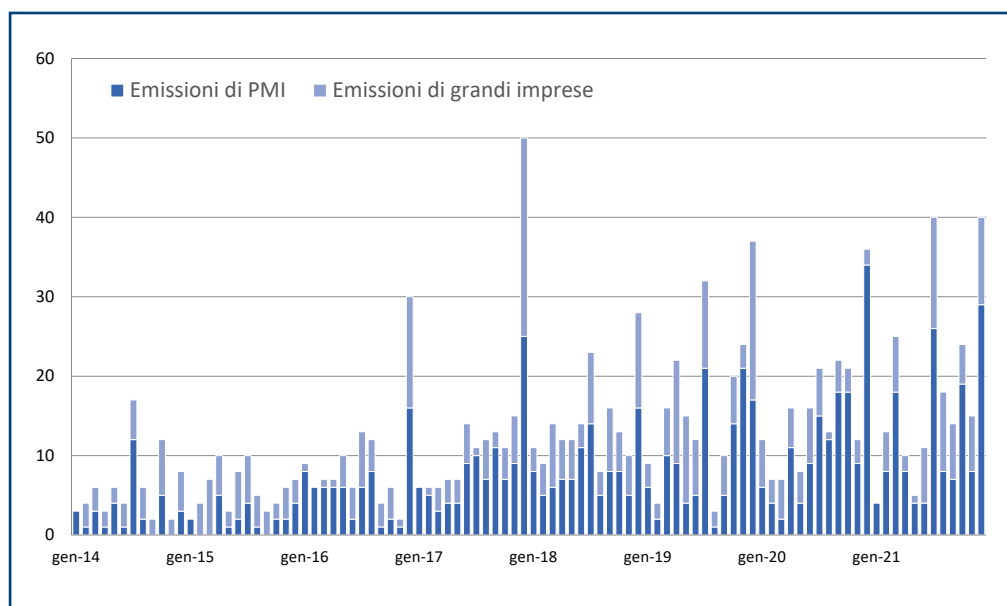
Campione: 1.220 emissioni sotto € 50 milioni

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 2,0% del campione, che sono ormai molto rare sul mercato (nel 2021 non abbiamo registrato alcuna emissione da società non finanziarie).

La Figura 3.2 descrive il flusso annuale rispetto al controvalore delle emissioni. Il valore nominale totale raggiunto a fine 2021 è pari a € 8,07 miliardi; il contributo di flusso relativo al solo 2021 è stato pari a € 1,067 miliardi, con un aumento del 18,1% rispetto al 2020, ma più basso rispetto al 2019. Se teniamo conto solo delle emissioni effettuate da PMI, il totale scende a € 2,85 miliardi, con un contributo nel 2021 di € 376 milioni, che invece risulta in discesa rispetto al 2020, nonostante il numero di PMI emittenti praticamente uguale.

La Figura 3.3 aggiorna i dati del controvalore medio delle emissioni per semestre, che continua ad essere stabile fra € 4,5 milioni e € 5,2 milioni, in linea con la tendenza recente. In effetti anche nel 2021 le emissioni strettamente sopra la soglia di € 25 milioni sono state abbastanza rare; ne contiamo solo 5, esattamente come nel 2020. Il collocamento medio nel primo semestre 2021 ammonta a € 5,15 milioni, sceso a € 4,75 milioni nel secondo.

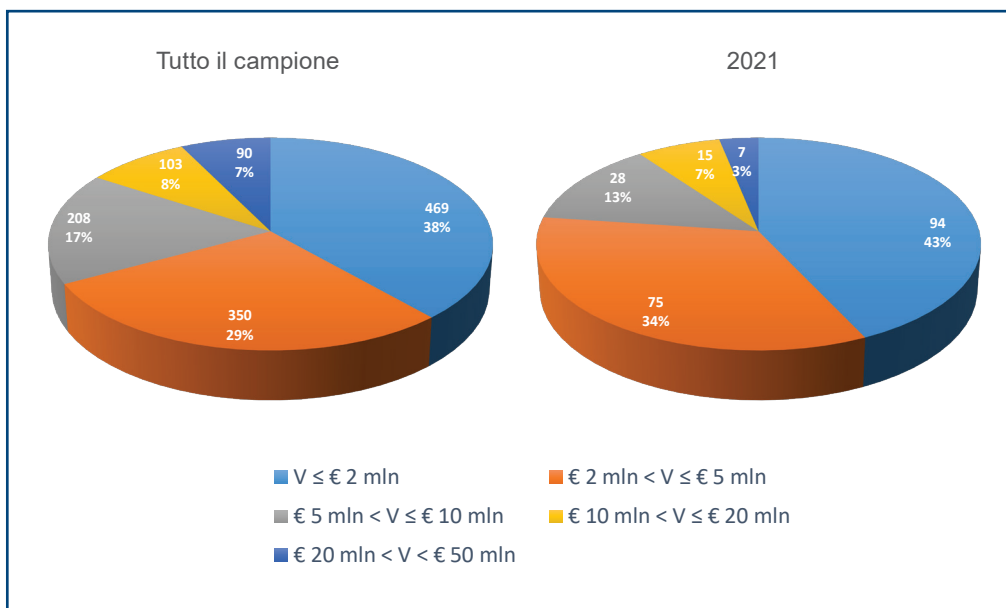
La Figura 3.4 disaggrega il profilo temporale delle emissioni rispetto alla dimensione dell'azienda (PMI o grande impresa). In totale le emissioni fatte da PMI sono 734 (il

**Figura 3.4**

Flusso temporale delle emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni rispetto alla dimensione dell'impresa emittente (PMI o grande impresa) dal 2014 al 2021

Figura 3.5

Distribuzione del controvalore nominale delle singole emissioni. Confronto fra il campione complessivo di 1.220 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni e il campione del 2021 (219 emissioni)



60,2%) contro le 486 fatte da grandi imprese (pari al 39,8%). Nel 2021 la frazione di emissioni condotte da PMI è stata pari al 65,3%, in calo rispetto al 2020 (eravamo al 74,3%) ma comunque sopra la media del passato. Confermiamo che il dato è probabilmente legato alle logiche di funzionamento delle garanzie pubbliche potenziate a partire dal 2020, che tendono a favorire le PMI.

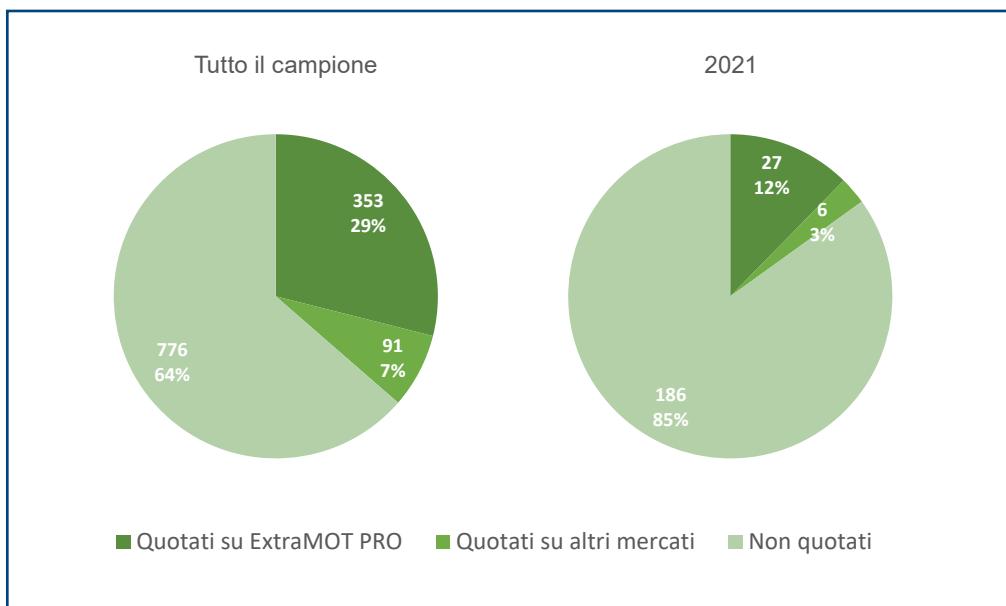
Il valore medio del collocamento effettuato dalle PMI è pari a € 3,89 milioni, mentre quello effettuato dalle grandi imprese è pari a € 10,75 milioni. La media complessiva sulle 1.220 osservazioni è pari a € 6,62 milioni.

Le emissioni condotte da società con capitale di rischio quotato su un mercato borsistico azionario sono una minoranza: si tratta di 105 collocamenti (l'8,6% del campione, di cui 18 nel 2021) mentre la maggioranza dei *minibond* è stata emessa da imprese non quotate (1.115 casi, pari al 91,4%).

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 29% ha un valore compreso fra € 2 milioni e € 5 milioni. Se guardiamo però solo al 2021 le percentuali aumentano rispettivamente al 43% e al 34%. Negli ultimi 12 mesi i *minibond* con valore superiore a € 20 milioni sono solo il 3,2%, in leggero aumento rispetto al 2,6% del 2020 ma comunque molto sotto l'incidenza in tutto il campione (7,4%).

Figura 3.6

Quotazione dei *minibond* su un mercato borsistico. Confronto fra il campione complessivo di 1.220 emissioni di *minibond* e il campione del 2021 (219 emissioni)



Per quanto riguarda la quotazione su un mercato borsistico dei 1.220 *minibond* censiti (si veda la Figura 3.6); 776 non sono stati quotati (pari al 64%) mentre 353 (il 29%) sono stati quotati da Borsa Italiana sul segmento ExtraMOT PRO o su ExtraMOT PRO³ e infine 91 (7%) sono stati quotati su altri mercati esteri (in genere Austria, Lussemburgo, Irlanda). In realtà se si considerano solo le emissioni del 2021 (parte destra della Figura 3.6) le non quotate sono 186 (85%, percentuale stabile rispetto all'anno scorso) e le quotate sul listino professionale milanese sono 27 (12%); solo 6 invece (il 3%, percentuale in discesa dal 2019) hanno scelto una borsa straniera. Continua a dominare 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 è ormai irrinunciabile 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. Al contrario, 'Garanzia Italia' di SACE è invece trasferibile senza complessità. Da questo punto di vista auspichiamo un intervento normativo che renda più facile operare sul mercato secondario con la trasferibilità anche per il Fondo di Garanzia.



**Vania Corazza e
Denis Gatto
(C&G Capital)**

“L'avvicinamento al mercato dei capitali per le PMI permette di favorirne lo sviluppo organizzativo, manageriale e culturale. Favorisce la trasparenza e l'efficienza in modo da rendere le imprese italiane sempre più competitive e visibili.

È fondamentale creare cultura per gli imprenditori, affinché possano conoscere al meglio l'utilizzo di strumenti atti alla crescita delle PMI”

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. La maggioranza dei titoli ha una scadenza superiore a 7 anni (344 casi, pari al 28%). Abbiamo poi 290 titoli (24% 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 pari a 5,38 anni.

La Figura 3.8 mette in luce l'evoluzione nel corso del 2021. Le emissioni con durata superiore a 7 anni sono state molte meno per un fatto tecnico, poiché nel 2020 si è registrato il terzo gruppo di collocamenti degli *hydrobond* Viveracqua, che riguardavano strumenti a scadenza 14, 17 e 24 anni. Si nota invece un significativo aumento delle emissioni con durata fra 5 e 7 anni, soprattutto a 6 anni.

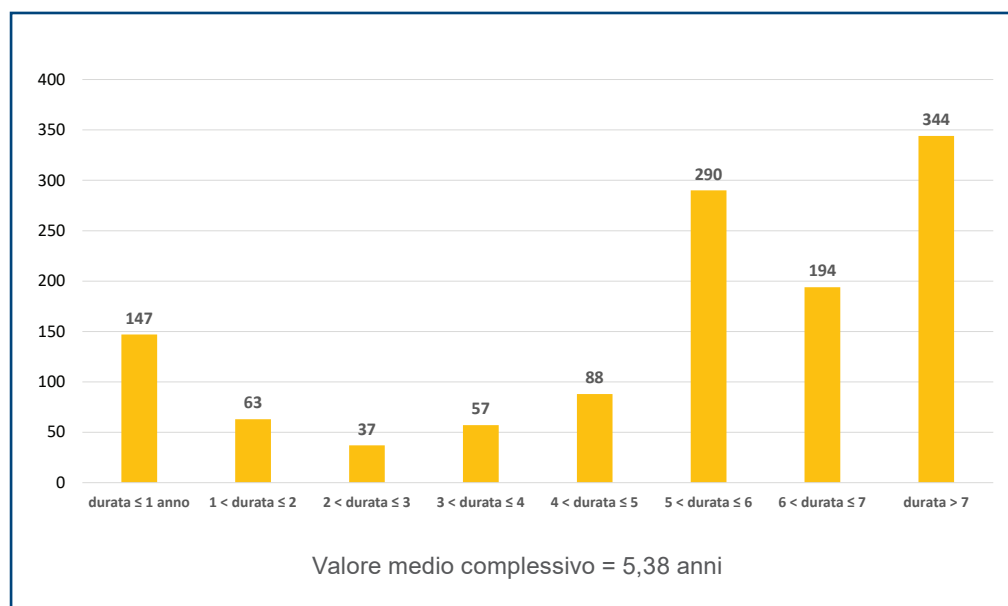
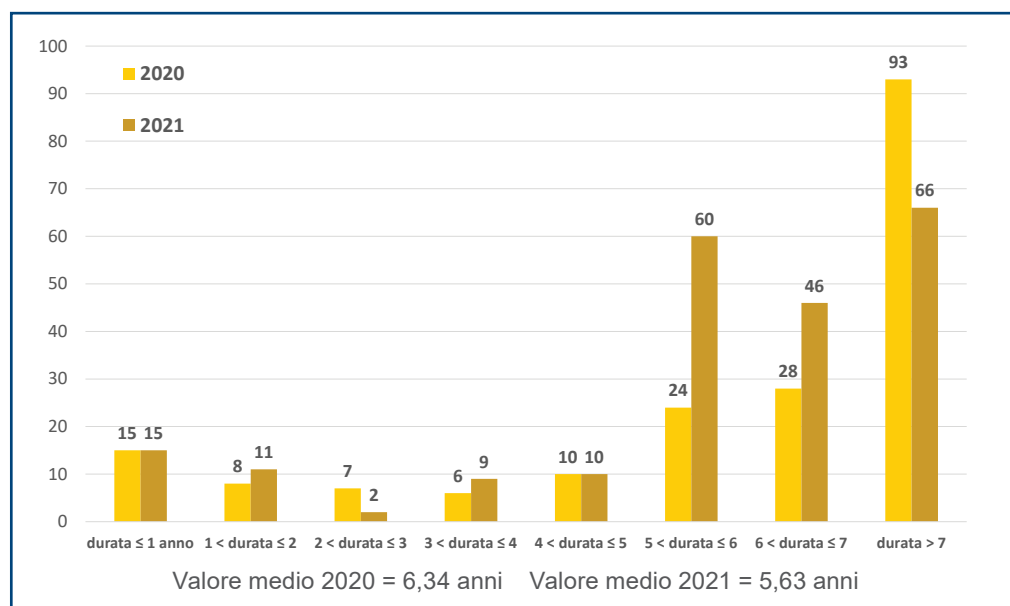


Figura 3.7

Distribuzione complessiva della scadenza del titolo. Campione: 1.220 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni

Figura 3.8

Distribuzione della scadenza dei *minibond*: confronto fra 2020 e 2021



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 5,50) ma il *gap* continua a ridursi nel corso del tempo. Una parte 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 superiori a 5 anni. Non sempre la scadenza del titolo coincide con il rimborso dell'intero 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 63,9% dei casi, mentre nella *survey* precedente eravamo in totale al 61,0%.

Tabella 3.2

Statistiche sulla modalità di rimborso del capitale.
Campione: 1.220 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni

Modalità di rimborso:	<i>Bullet</i>	<i>Amortizing</i>	n.d.
Tutto il campione	35,3%	63,9%	0,8%
PMI	35,0%	64,3%	0,7%
Grandi imprese	35,8%	63,2%	1,0%
Società quotate in Borsa	41,0%	59,0%	-
Società non quotate in Borsa	34,8%	64,3%	0,9%
<i>Minibond</i> con scadenza inferiore a 5 anni	74,0%	24,7%	1,3%
<i>Minibond</i> con scadenza uguale o > 5 anni	17,0%	82,4%	0,6%

La determinante più importante è sicuramente la *maturity*: il 74,0% delle emissioni sotto i 5 anni è *bullet* mentre l'82,4% di quelle a lunga scadenza è *amortizing*. Le società quotate in Borsa sembrano relativamente più inclini a collocare emissioni *amortizing*. La Figura 3.10 proietta nel tempo i flussi di rimborso del capitale relativi ai *minibond* del campione (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 2021, per evidenziare la capacità che ha avuto il mercato del capitale di 'rifinanziare' i flussi in scadenza (€ 373 milioni).

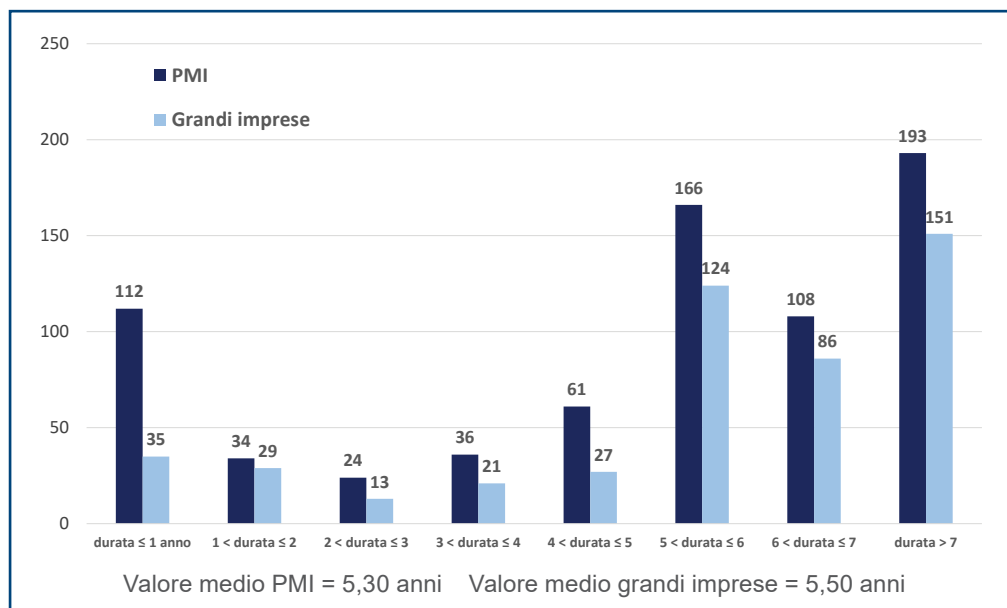


Figura 3.9

Distribuzione della scadenza dei *minibond*: differenza fra PMI e grandi imprese. Campione: 1.220 emissioni

Si può osservare che nel breve termine sono in scadenza *minibond* per € 404 milioni (nel 2022) e € 421 milioni (nel 2023). 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 194 le emissioni (il 15,9% dei casi) che prevedono una cedola variabile e la percentuale è solo leggermente aumentata nel 2021. Nel campione abbiamo pure 9 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 4,38%, mentre il valore mediano è molto vicino (4,25%).

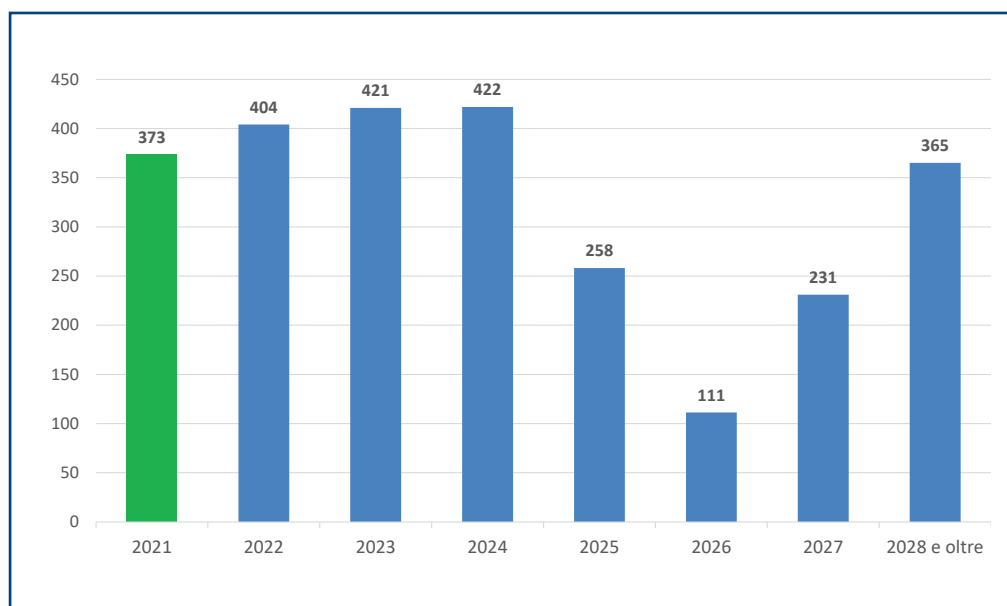
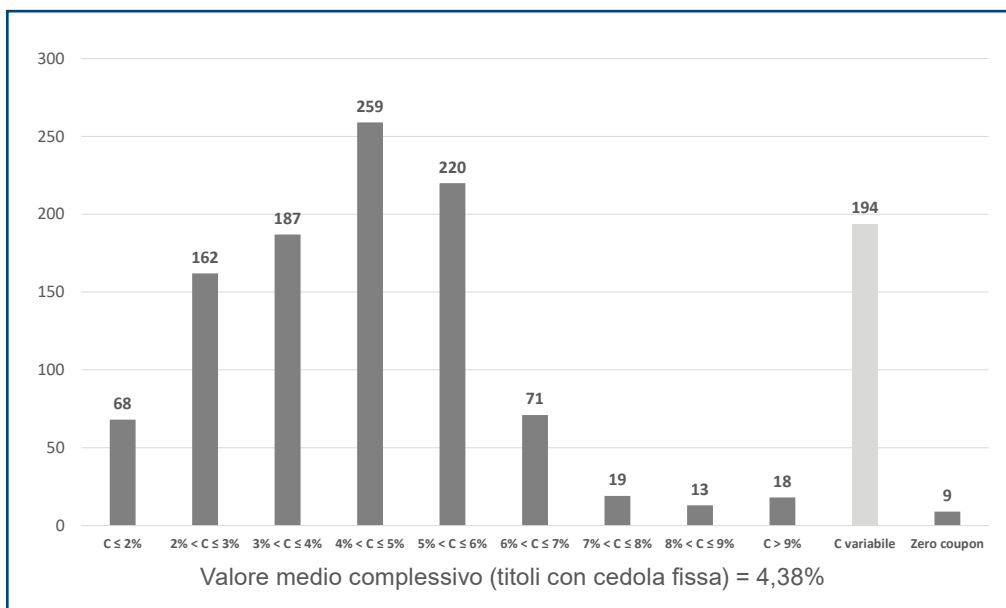


Figura 3.10

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: 1.220 emissioni

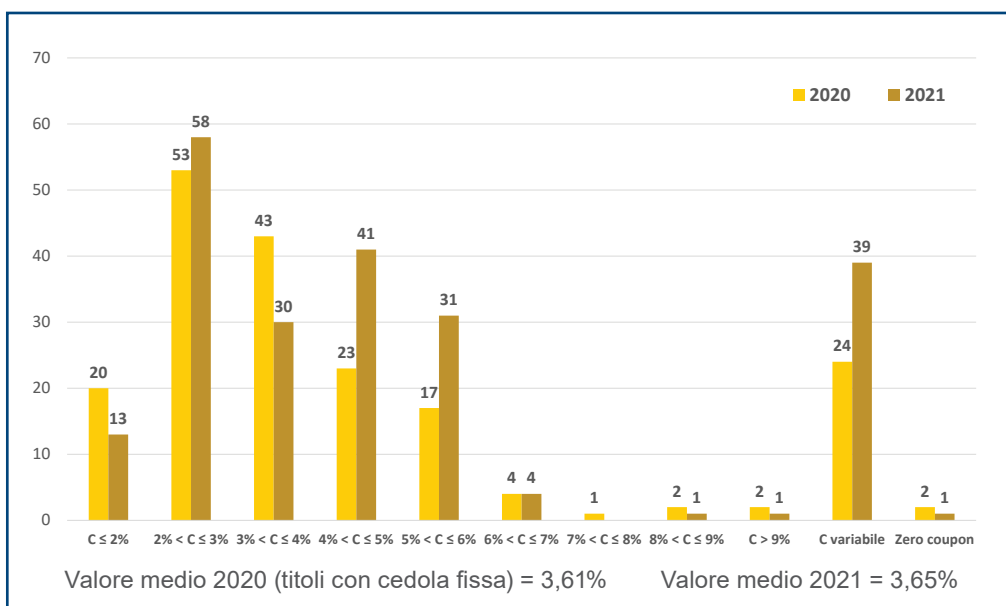


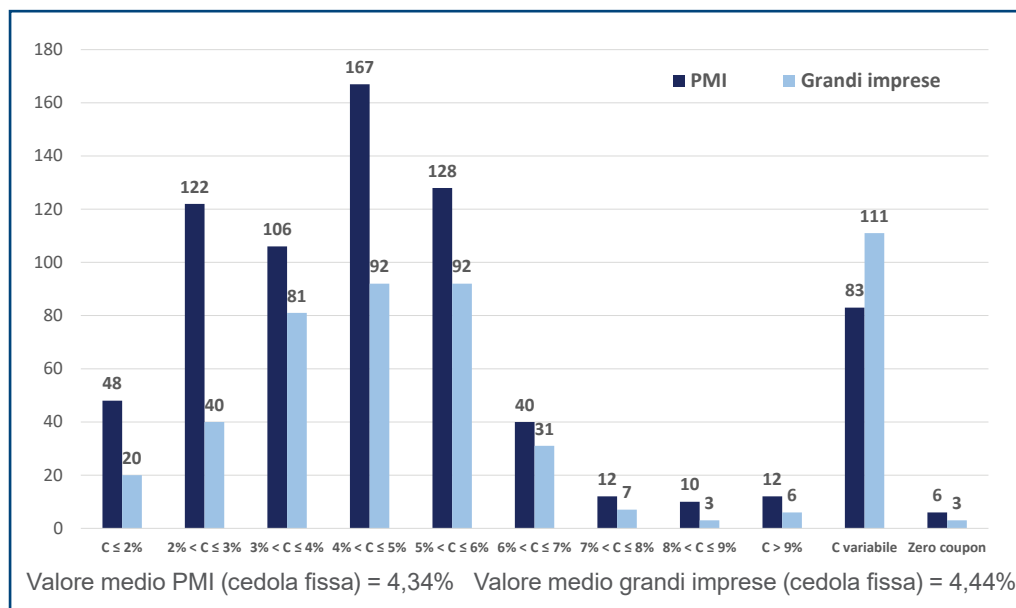
L'importo della cedola dipende da una pluralità di variabili: a parità di altri fattori, più lontana è la scadenza del titolo, maggiore sarà l'importo della cedola (il che rispecchia il premio di rendimento che in genere il mercato chiede per il lungo termine sulla struttura per scadenza dei tassi). 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 68 *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 2021 si registra un lievissimo aumento della cedola media da 3,61% a 3,65% (si veda la Figura 3.12) il cui valore è rimasto comunque per il secondo anno consecutivo sotto la soglia del 4%, grazie anche alle garanzie pubbliche. Abbiamo 58 *minibond* con cedola fra 2% e 3% compreso e quasi raddoppiano quelli con tasso di interesse fra 4% e 6% compreso, mentre vediamo un calo nella fascia fra 3% e 4%. Negli ultimi mesi i dati evidenziano anche un aumento dei *minibond* con cedola indicizzata, che passano da 24 nel 2020 a 39 l'anno scorso.

Figura 3.12

La cedola C dei *minibond*: confronto fra 2020 e 2021



**Figura 3.13**

Distribuzione della cedola dei *minibond*: distinzione fra PMI e grandi imprese. Campione: 1.220 emissioni

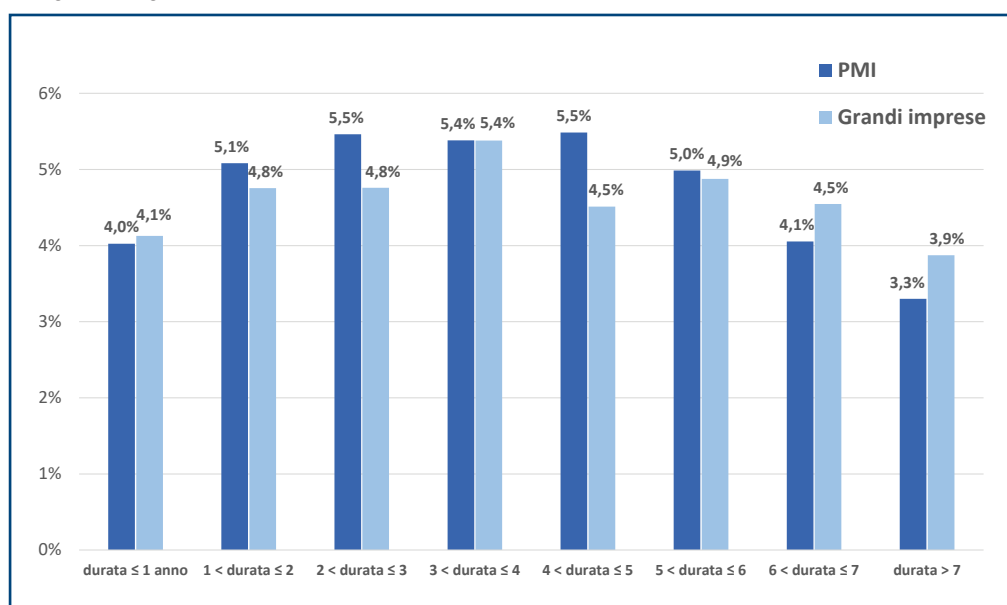
La Figura 3.13 riporta la distribuzione del valore della cedola distinguendo fra emissioni fatte da PMI e da grandi imprese. Il valore medio per le emissioni a cedola fissa non è significativamente diverso, così come la distribuzione è molto simile, ma si nota che la cedola indicizzata è relativamente 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 congiuntamente i fattori. Le differenze appaiono limitate, con poche eccezioni: ciò sembra però legato ad altri fattori contingenti di rischio, che un'analisi più accurata dovrebbe considerare.

Infine, 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 2021 possiamo citare ad esempio le emissioni di Crescitalia Servizi Imprese Srl e Affetto03 Srl collocate rispettivamente a 93,1 e 99,86.

Il rating

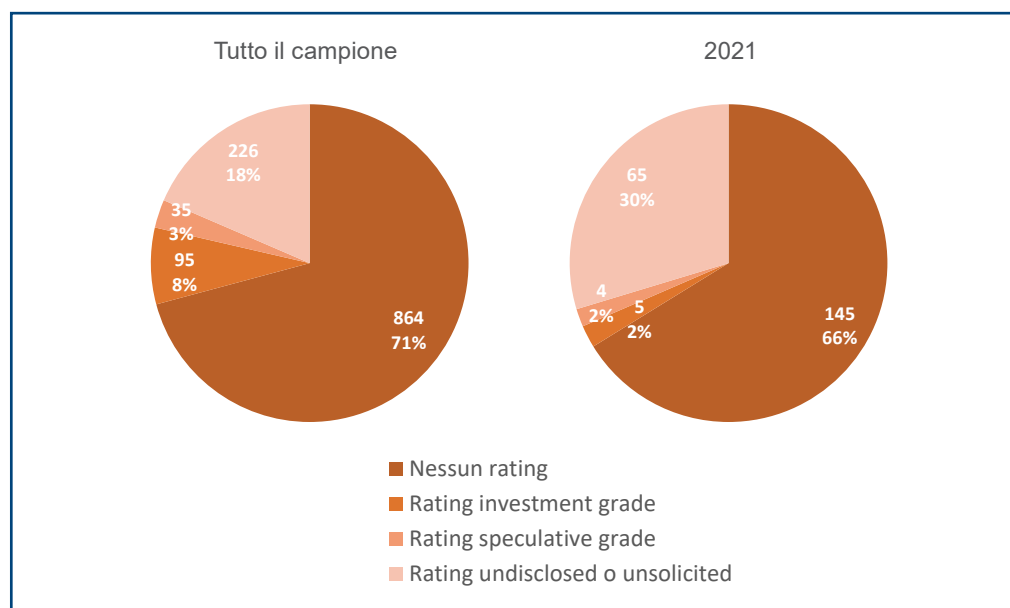
Il *rating* è certamente l'informazione principale che il mercato può avere circa il rischio di insolvenza dell'emittente. Si tratta infatti di un giudizio di merito emesso da una società autorizzata dagli enti di vigilanza rispetto alla capacità dell'emittente di ottemperare agli impegni previsti circa 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: 1.017 emissioni sotto € 50 milioni con cedola fissa

Figura 3.15

Presenza del *rating* sui *minibond* sotto € 50 milioni.
Confronto fra il campione complessivo di 1.220 emissioni e il campione del 2021 (219 emissioni)



¹ Un maggiore approfondimento sulla tematica delle *rating agency* è proposto nel Capitolo 4, pagina 57

Ogni *rating agency* possiede una propria scala di valutazione¹, 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*).

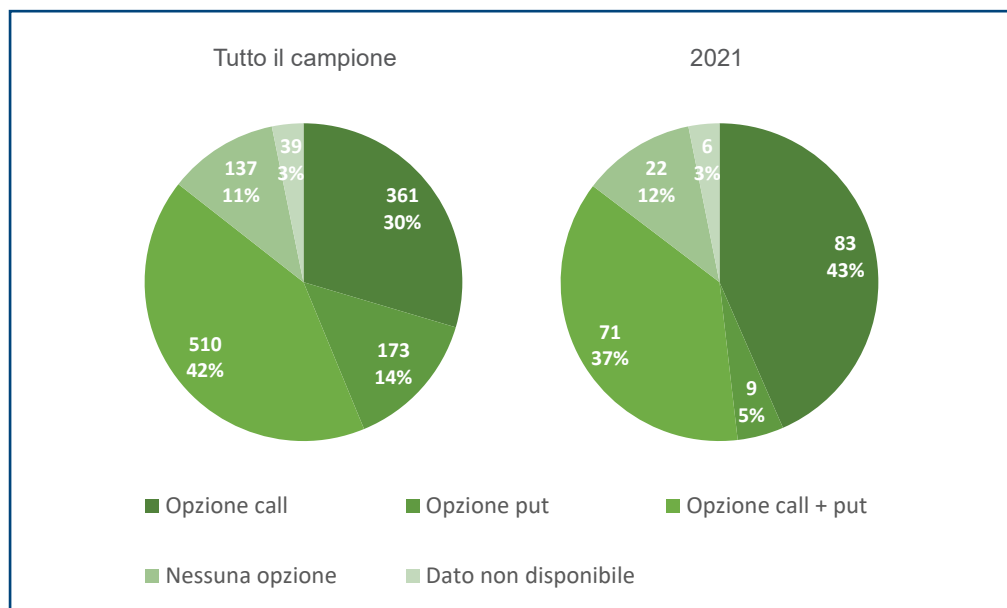
La Figura 3.15 evidenzia che il 71% delle emissioni non è accompagnato da un *rating* (864 casi). Abbiamo 95 emissioni (8%) associate a un *rating* ‘*investment grade*’ (ovvero con un giudizio pari almeno a BBB- nella scala utilizzata da Standard & Poor’s, o equivalente) e ‘solo’ 35 (3%) con *rating* inferiore alla soglia indicata (‘*speculative grade*’). Infine abbiamo ben 226 emissioni (18%) associate ad un *rating undisclosed* o *unsolicited* e quindi non ‘pubblico’ richiesto in genere dall’investitore. La parte destra della Figura 3.15 evidenzia che nel 2021 è aumentata la frequenza delle emissioni con *rating undisclosed* (soprattutto in relazione alla valutazione del credito delle emittenti dei programmi di *basket bond* in Campania e Puglia); i *rating* pubblici invece sono stati meno del solito, con 5 minibond con merito *investment grade* e 4 *high yield*. La grande maggioranza delle emissioni del 2021 (66%) non è stata oggetto di valutazione da una società di *rating*.

Tabella 3.3

Statistiche sull’attribuzione del *rating*.
Campione: 1.220 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	70,8%	7,8%	2,9%	18,5%
PMI	74,0%	4,9%	3,7%	17,4%
Grandi imprese	66,1%	12,1%	1,6%	20,2%
Società quotate in Borsa	69,5%	14,3%	1,9%	14,3%
Società non quotate in Borsa	70,9%	7,2%	3,0%	18,9%
<i>Minibond</i> con scadenza < 5 anni	83,2%	4,6%	1,8%	10,4%
<i>Minibond</i> con scadenza = o > 5 anni	65,0%	9,3%	3,4%	22,3%

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 1.220 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni e il campione del 2021 (219 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*. Aggiungiamo poi che alcune volte il *rating* è una via obbligata, qualora le procedure o i regolamenti degli investitori, soprattutto fondi di investimento o soggetti pubblici, lo chiedano.

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 (510 emissioni pari al 42%). Vi sono invece 137 titoli (pari all'11% del campione) che non prevedono alcuna opzione. I titoli solamente *puttable* sono 173 (il 14%) mentre quelli solo *callable* sono 361 (30%). La parte destra della Figura 3.16 ci mostra che nel 2021, come avvenuto nel 2020, c'è stato un buon aumento dei casi che prevedono solo l'opzione *call* mentre l'opzione *put* perde popolarità. La maggioranza relativa dei casi (43%) prevede comunque entrambe le opzioni. 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).

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



Mattia Ciprian
(modefinance)

"Il *rating* si conferma strumento di grande supporto per le imprese, oggi più che mai: resilienza, unita a visione e capacità strategiche, sono le caratteristiche che differenziano quelle aziende, solide e capaci, in grado di onorare i propri debiti e garantire la rimborsabilità dei *minibond*"

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.

Tabella 3.4

Statistiche sull'esistenza di opzioni *call* e *put*.
Campione: 1.220 emissioni di *minibond*

Presenza di opzioni:	Nessuna	Call	Put	Call + put	n.d.
Tutto il campione	29,6%	14,2%	41,8%	11,2%	3,2%
PMI	30,5%	12,4%	42,9%	11,2%	3,0%
Grandi imprese	28,2%	16,9%	40,1%	11,3%	3,5%
Società quotate in Borsa	24,8%	10,5%	43,8%	20,0%	0,9%
Società non quotate in Borsa	30,0%	14,6%	41,6%	10,4%	3,4%
Minibond con scadenza < a 5 anni	33,7%	10,5%	36,7%	15,0%	4,1%
Minibond con scadenza = o > 5 anni	27,7%	15,9%	44,2%	9,4%	2,8%

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*'.

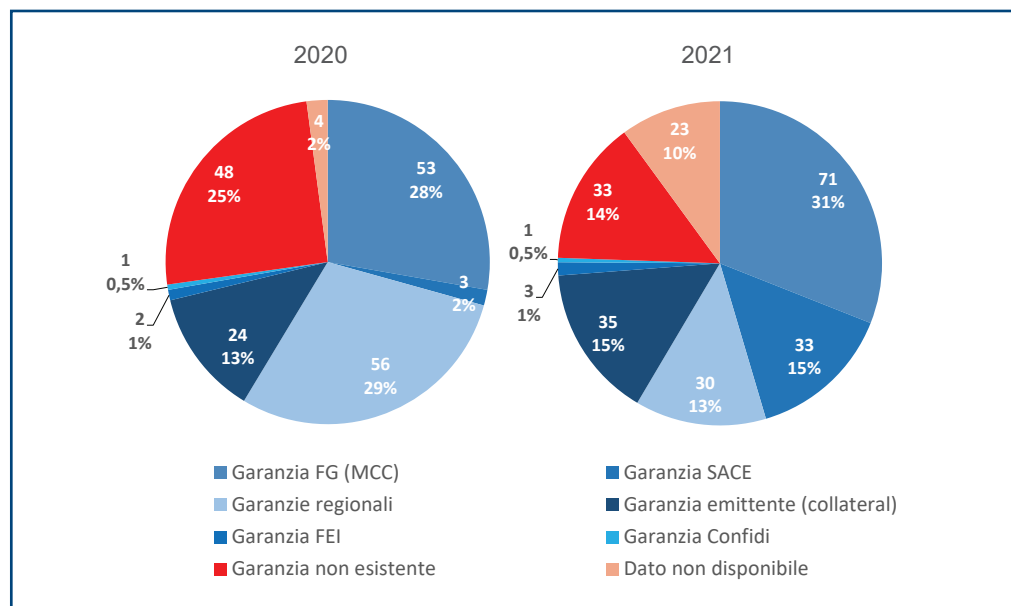
Nel campione delle 1.220 emissioni di *minibond*, la presenza di una garanzia compare in 630 casi, pari al 51,6% del totale. In genere si tratta di garanzie offerte da soggetti pubblici (come Stato o Regioni) o enti deputati a favorire l'accesso al credito delle PMI (come i Consorzi Fidi), ipoteche su 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 2021 (si veda la Figura 3.17 dove confrontiamo gli ultimi due anni per capire l'impatto della pandemia Covid-19) si nota un ulteriore aumento nelle adozioni della garanzia. La più diffusa è quella eleggibile per il Fondo di Garanzia (31%). Nel 15% dei casi la garanzia era offerta autonomamente dall'emittente, attraverso un pegno o fideiussione. Sempre al 15% abbiamo la garanzia SACE (comprendendo sia 'Garanzia Italia' sia i progetti di internazionalizzazione). Il 13% dei *minibond* del 2021 è invece assistito da una garanzia delle finanziarie regionali (è il caso dei *basket bond* di Campania, Puglia e Lombardia).

Ormai sul mercato le emittenti che non offrono alcuna garanzia sui titoli, interna o esterna, sono rimaste una minoranza.

Figura 3.17

Presenza di garanzie relative al rimborso dei *minibond*.
Confronto fra il 2020 (191 emissioni) e il 2021 (219 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, UniCredit, BFF Bank 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 14, 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. Nel 2021 il FG ha garantito 157 titoli per un importo di € 287,7 milioni su un totale di emissioni pari a € 349,9 milioni. Per fare un confronto, nel 2020 si sono registrate garanzie su 95 titoli per un importo di € 77,8 milioni su € 97,5 milioni raccolti. Limitando l'attenzione ai soli *minibond* (secondo la definizione del D.L. 83/2012) siamo passati da 72 operazioni nel 2020, per un importo garantito di € 71,9 milioni, a 81 nel 2021, con garanzie per € 71,5 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.

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 (si veda ad esempio l'Export Basket Bond Programme citato a pagina 27).

Un ulteriore strumento di SACE (si veda sempre il Box 1.1) è 'Garanzia Italia', programma esteso anche ai *minibond*. Dall'avvio dell'operatività al 1 marzo 2022 sono state emesse 22 garanzie, di cui 7 in favore di PMI per un importo di *minibond* complessivo di € 97,4 milioni.

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.

Box 3.1

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



Gianpaolo Pavia
(Mediocredito Centrale)



Cosimo Matarazzo
(SACE)

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

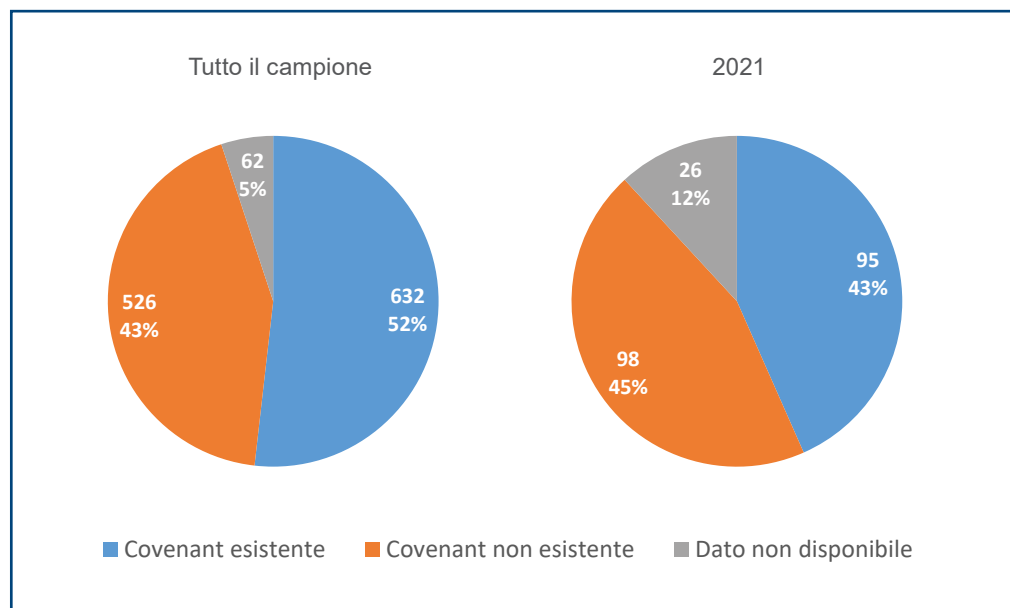
I *covenant* finanziari sono dei vincoli, esplicitati nel Regolamento del prestito, il cui mancato rispetto da parte dell'azienda emittente farà scattare uno o più eventi, mirati a salvaguardare l'interesse degli investitori. Esempi tipici sono il rispetto di determinati *ratio* patrimoniali (quali l'incidenza 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

Figura 3.18

Presenza di *covenant* finanziari da rispettare. Confronto fra il campione complessivo di 1.220 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni e il campione del 2021 (219 emissioni)



in 632 casi (pari al 52% del campione). La presenza dei *covenant* è però meno frequente nel 2021 rispetto al passato, come si osserva dai dati degli ultimi 12 mesi (grafico a destra; siamo al 43%). Si può immaginare che l'incremento della disponibilità di garanzie pubbliche abbia reso meno rilevante l'esistenza dei *covenant* espliciti. 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 offerte dall'azienda stessa, 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.



Fabrizio Negri
(Cerved Rating Agency)

“Le potenzialità del mercato italiano dei *minibond* – nonostante il biennio pandemico – rimangono incoraggianti. Dall'analisi condotta sui nostri 30.000 rating corporate risulta che vi sono circa 1.200 potenziali nuovi emittenti. Di questi oltre 800 potrebbero emettere obbligazioni *green* per favorire la transizione ecologica e/o complementare i fondi del PNRR. L'industria dei *minibond* nel suo insieme ha oramai raggiunto un grado di sviluppo tale da consentire il ricorso alla finanza sostenibile anche da parte delle PMI senza l'apporto delle quali sarà complicato raggiungere gli obiettivi di sostenibilità che il nostro Paese si è impegnato a raggiungere”

Focus: i *minibond green*

I *green bond* sono titoli obbligazionari emessi per finanziare progetti con un impatto positivo in termini ambientali. Sono collocati sia da imprese private sia da Stati sovrani o organizzazioni internazionali (il primo *green bond* è stato emesso dalla Banca Europea per gli Investimenti nel 2007). Esempi di progetti *green* possono essere: l'installazione di impianti per la generazione di energia rinnovabile, un progetto di efficientamento energetico, un investimento per incrementare il riciclo di rifiuti o promuovere l'economia circolare. Ovviamente anche i progetti che mirano a ridurre l'emissione di gas serra nell'atmosfera o all'adattamento all'impatto del cambiamento climatico, in linea con l'Accordo di Parigi del 2015, rientrano nel dominio dei *green bond* e anzi rappresentano una categoria specifica, denominata *transition bond*. È importante sottolineare che un *green bond* può mirare a finanziare un nuovo progetto, oppure a rifinanziare uno già esistente, con caratteristiche eleggibili.

La crescente attenzione del mercato finanziario verso la sostenibilità e i temi ESG (Environmental, Social, Governance) sta alimentando le emissioni di *green bond* tanto che, secondo l'agenzia S&P Global, nel 2021 esse hanno raccolto oltre \$ 500 miliardi e si prevede una crescita consistente nel 2022.

Oltre ai *green bond*, si stanno affermando anche altri strumenti di debito legati alla sostenibilità: i *social bond* (che finanziano progetti a impatto sociale), i *sustainability bond* (che finanziano progetti con un impatto generale su temi di sostenibilità) e i *sustainability-linked bond* (che prevedono meccanismi per 'agganciare' il rendimento del titolo, e quindi il costo del capitale per l'emittente, ai risultati di impatto del progetto finanziato). Ma che garanzia hanno gli investitori in un *green bond* che effettivamente i proventi raccolti vengano poi destinati al progetto previsto, evitando fenomeni di *greenwashing*? Sul mercato esistono delle buone pratiche e dei codici volontari, cui si può fare riferimento, con ad esempio i principi ICMA (International Capital Market Association). In

La sostenibilità sta diventando un fattore sempre più rilevante per i mercati dei capitali globali, soprattutto in Europa. Il Green New Deal prevede il più ingente pacchetto di misure di stimolo mai finanziato dall'UE pari a 1 trilione di euro di investimenti nei prossimi 10 anni e il *budget* per l'Italia è pari a circa € 237 miliardi.

Come evidenziato nelle pagine precedenti, il mercato dei *minibond* può dare un contributo fondamentale nel catalizzare queste risorse verso le PMI, in ottica di accesso al mercato e alle opportunità della finanza sostenibile. Il mercato dei capitali può svolgere un ruolo importante nell'accompagnamento delle imprese verso un processo di investimento in ottica *transitional*, ovvero di riduzione dell'impatto ambientale derivante dalle attività produttive. Ad oggi secondo gli analisti di Cerved Rating Agency il mercato dimostra valori ampiamente inespressi rispetto ad una dimensione potenziale molto più ampia.

La recente ricerca condotta da Cerved Rating Agency stima il mercato potenziale dei *minibond green* pari a € 7,5 miliardi per il 2022 con oltre 794 potenziali nuovi emittenti appartenenti agli 8 settori maggiormente esposti alla transizione energetica: attività manifatturiere, fornitura di energia elettrica e gas, fornitura di acqua, costruzioni, trasporto e magazzinaggio, servizi di informazione e comunicazione, attività immobiliari e agricoltura.

La stima presentata durante l'evento "Private Debt Investor Forum 2021" si basa, tra l'altro, su un miglior contesto macroeconomico, attuale e prospettico, e una ripresa degli investimenti trainati anche dal PNRR. Permangono tuttavia degli elementi generali di incertezza: nuove varianti di Covid-19, discontinuità nella supply chain, carenza di alcune materie prime e componentistica e un ulteriore aumento dei prezzi delle commodity potrebbero far rivedere al ribasso la stima. Secondo l'analisi, sono 794 le imprese che potrebbero emettere *minibond green*, identificate attraverso un'analisi *bottom-up* applicando i seguenti filtri: *rating investment grade*, fatturato compreso fra 5 e 500 milioni di euro e negli ultimi tre anni: tasso di crescita annuale (CAGR) dei ricavi > 5%, margine operativo lordo medio su fatturato (EBITDA *margin*) > 10%, EBIT *interest coverage* medio > 3x, PFN/PN medio ≤ 2x, PFN/EBITDA medio < 4x anche post-emissione. Si tratta quindi di un perimetro di imprese dall'alto *standing* creditizio, dotate di una struttura finanziaria equilibrata, tassi di crescita soddisfacenti e consolidati e possibilità di generare *cash flow* adeguati a rimborsare il debito.

Il calcolo del potenziale di raccolta di debito di queste imprese è stato stimato adottando due possibili scenari. Il primo prende in considerazione come *proxy* l'EBITDA stimato per il 2021 in funzione del settore di appartenenza giungendo così ad un potenziale di emissione totale pari a € 7,5 miliardi. Un secondo scenario più conservativo fa invece riferimento all'EBITDA 2020 e stima il potenziale di emissione pari a € 6,5 miliardi.

A livello di distribuzione geografica, come evidenzia la Figura 3.19 la ricerca ha individuato nel Nord-ovest 289 imprese con un potenziale di emissione di € 2,7 miliardi, nel Nord-est 285 aziende e € 2,6 miliardi, al Centro 115 emittenti con € 1,1 miliardi, al sud 85 imprese con € 0,9 miliardi e nelle isole 20 potenziali emittenti con € 0,2 miliardi. Sono per la maggior parte imprese di medie dimensioni (63,7%) e operano per lo più in attività manifatturiere (66%).

Fondamentale sarà diffondere la piena consapevolezza dei temi di rischio ed opportunità legati alla transizione ecologica e alla condivisione delle migliori iniziative nell'ambito della *green economy*.

Box 3.2

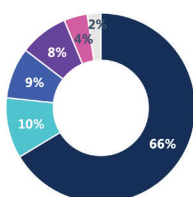
Il mercato potenziale per i *minibond green*

(a cura di Cerved Rating Agency)

Il potenziale di emissione mini bond

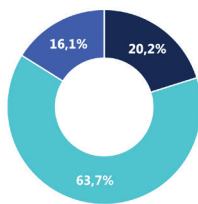
Distribuzione per settore, dimensione ed area geografica

Breakdown settoriale



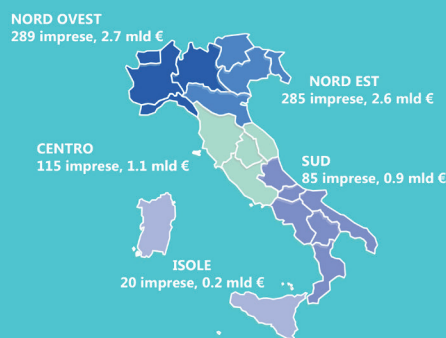
■ Attività manifatturiere
■ Costruzioni
■ Fornitura di acqua e gestione rifiuti
■ Informazione & Telecom
■ Trasporti
■ Altri settori

Breakdown dimensionale



■ Grandi ■ Medie ■ Piccole

794 imprese | 7.5 mld di €



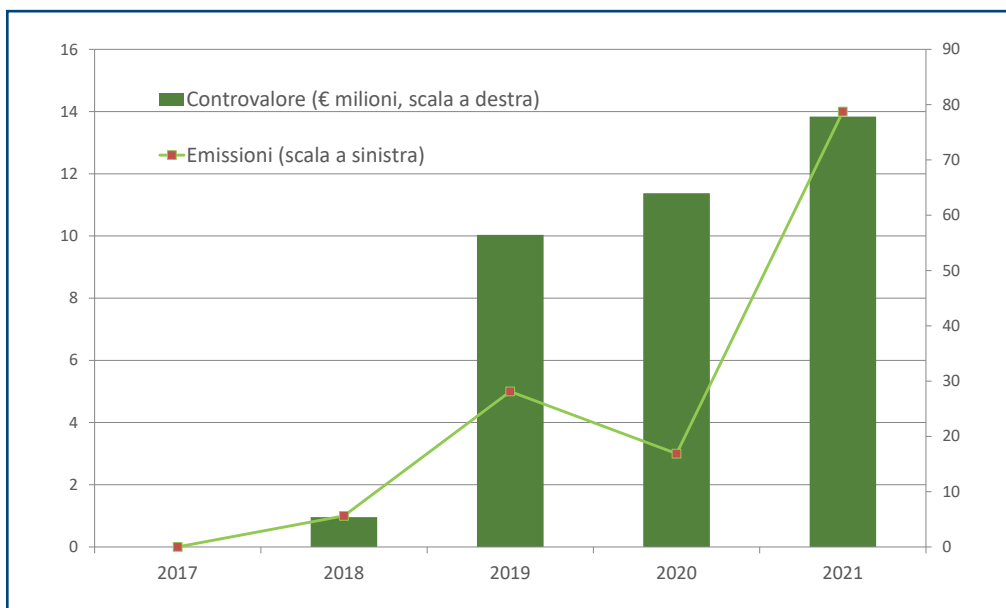
Fonte: «Private Debt Investors Forum 2021» Cerved Rating Agency

Figura 3.19

Il potenziale di emissione di *minibond green* in Italia secondo Cerved Rating Agency

Figura 3.20

Il flusso di *minibond green* sul mercato italiano (emissioni sotto € 50 milioni): numero e controvalore in € milioni



generale si richiede che venga formalizzato il processo di selezione degli investimenti, attraverso metriche chiare e pertinenti, che ci sia un meccanismo di segregazione dei proventi dall'emissione obbligazionaria (in modo da evitare che vadano a finanziare altri progetti non *green*), che venga implementata una rendicontazione periodica trasparente dell'impatto ottenuto dal progetto, magari 'certificata' anche da un soggetto indipendente esterno. Proprio per evitare fenomeni di *greenwashing*, l'Unione Europea ha pubblicato una guida² su "EU Green Bond Standard" che le imprese possono adottare, in linea con le regole della Tassonomia UE (che definisce i requisiti minimi affinché un progetto o un'attività economica possa essere definita 'sostenibile').

Come evidenziato nel Capitolo 1, Borsa Italiana ha lanciato nel 2017 un segmento di visibilità, trasversale a tutte le piattaforme obbligazionarie gestite, dedicato ai *green bond* e agli altri strumenti 'sostenibili'. È naturale che il *boom* dei *green bond* cominci a interessare anche il mercato italiano dei *minibond*. Come evidenzia la Figura 3.20, fino al 2017 non ci sono state emissioni dedicate a progetti *green*; dal 2018 al 2020 nel nostro database compaiono 9 titoli qualificabili come *green*, per una raccolta di € 125,8 milioni. Nel solo 2021 abbiamo registrato ben 14 collocamenti per un controvalore complessivo di € 77,85 milioni, il che evidenzia non solo l'inizio di un ciclo favorevole, ma anche l'arrivo di emissioni di importo contenuto, destinate quindi a finanziare progetti di più piccola taglia rispetto al passato.

Prevediamo una crescita delle emissioni di *minibond green* nei prossimi mesi, anche legate ai progetti del PNRR. Diversi fondi di credito si stanno organizzando per essere accreditati sotto l'Articolo 8 della SFDR, ovvero come fondi che integrano nel processo di investimento, fra l'altro, valutazioni legate alla sostenibilità.

Nella pagina precedente il Box 3.2 riporta i risultati di una ricerca condotta da Cerved Rating Agency sulle potenzialità di sviluppo dei *minibond green* in Italia.

² La guida è disponibile su: https://ec.europa.eu/info/files/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en

4. Gli attori della filiera

In questo capitolo analizziamo come nel 2021 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 2021: ADB Corporate Advisory, Aeneis Partners, Arpe Group, Cosvim Advice, Epsilon Capital, Ethica Debt Advisory, La Compagnia Holding.



Enrico Duranti
(ADB
Corporate Advisory)

"Il mercato dei minibond ha presentato margini di crescita in questi ultimi due anni nonostante il contesto pandemico. Prevedendo inoltre una ripresa degli investimenti spinti dai fondi del PNRR, il minibond continuerà ad essere un elemento chiave per lo sviluppo delle imprese italiane anche nell'ottica di un progressivo avvicinamento al mercato dei capitali"



**Alessandro Accrocça
(Orrick)**

“I dati sul 2021 lo confermano senza dubbi. Il mercato dei minibond è vivo in termini di numero di emissioni, di ammontare complessivo, di strumenti quotati. Si allarga il campo di settori industriali in cui operano le imprese emittenti. Abbiamo assistito una società nella strutturazione di un sustainability linked minibond e riteniamo che questa caratteristica tenderà ad accompagnare sempre più operazioni, anche in conseguenza delle richieste degli investitori e dei benefici per gli emittenti”

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 2021: Orrick, Grimaldi Studio Legale, Legance Avvocati Associati, Nctm Studio Legale, R&P Legal, Simmons & Simmons, Chiomenti, RASS Studio Legale.

Gli arranger

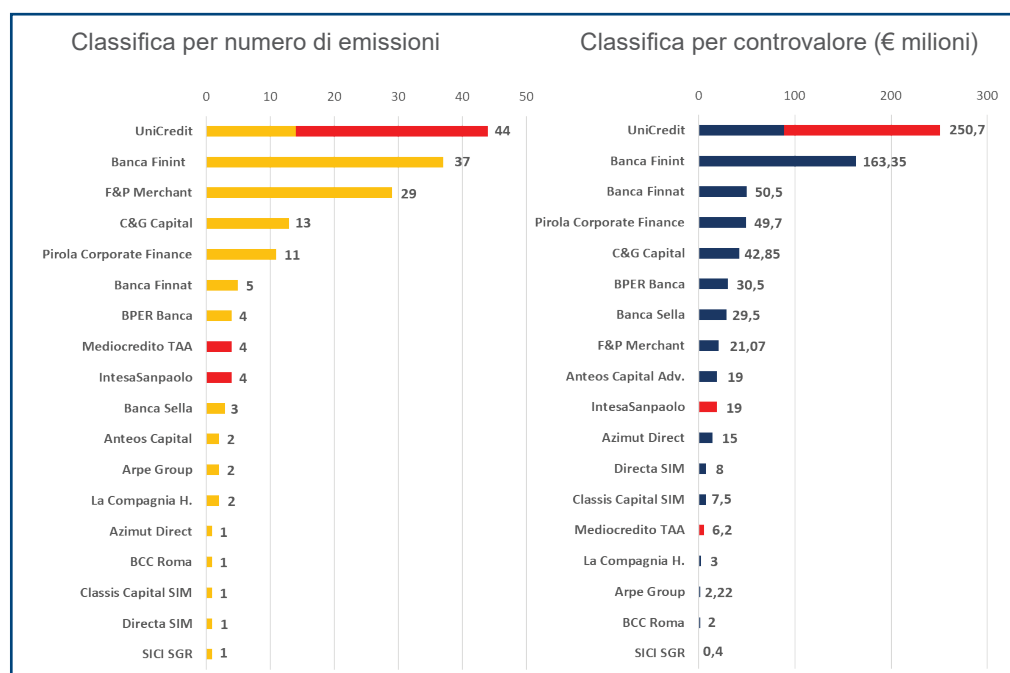
L'*arranger* è incaricato della vera e propria strutturazione del collocamento, e per conto dell'impresa emittente si interfacerà con il mercato dei potenziali investitori. Si tratta quindi di una figura chiave, benché i compiti di cui si occupa possono essere abbastanza diversificati (e a volte la distinzione 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 2021 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.

UniCredit è al primo posto sia per numero di emissioni curate (44) che per ammontare (€ 250,7 milioni); un contributo importante arriva dai progetti dei *basket bond* in cui la banca è coinvolta. Se però consideriamo solo le emissioni 'non *captive*' ovvero non sottoscritte al 100% dalla banca, al primo posto c'è Banca Finint con 37 emissioni e € 163,35 milioni originati. Il terzo posto nella graduatoria per numero di mandati va a Frigiolini.

Figura 4.1

Gli *arranger* più attivi sul mercato dei *minibond* fino a € 50 milioni nel 2021. Sono incluse nei conteggi le emissioni di società finanziarie (codice ATECO K) e i veicoli per le acquisizioni. In rosso il contributo dei *minibond 'captive'* originati e sottoscritti al 100% da un unico gruppo finanziario.



& Partners Merchant (29 *minibond*) mentre Banca Finnat riesce a salire sul podio per controvalore (€ 50,5 milioni).

Le società di *rating*

Come si è notato nel Capitolo 3, l'emissione del *rating* non è obbligatoria 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 2021 il mercato dei *minibond* ha visto sempre 3 agenzie attive:

- Cerved Rating Agency, che ha emesso durante l'anno 31 nuovi *rating* (di cui 6 pubblici e 25 privati) più 95 aggiornamenti su valutazioni precedenti (è interessante notare che tra questi ultimi abbiamo 61 conferme, 7 *downgrade*, 9 ritiri e ben 18 *upgrade*);
- CRIF Ratings, con 3 nuovi *rating* (di cui 2 *unsolicited* e uno *solicited*) più 18 aggiornamenti su emissioni precedenti, di cui 13 *unsolicited*;
- modefinance, con 8 *rating* 'pubblici' (di cui 5 nuovi, più 2 *upgrade* e 1 *downgrade*) e 134 *rating* 'privati' (molti di questi relativi al progetto Basket Bond in Campania), di cui 84 di nuova emissione e 50 per revisione o monitoraggio di precedenti emissioni.

Va sottolineato che i dati precedenti comprendono tutti i *rating* richiesti per le singole emissioni, anche per emittenti che poi non hanno proceduto a collocare i titoli.

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. Peraltro 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*, come si è precisato nel Capitolo 1.

La Figura 4.2 riporta i dati sugli investitori dei *minibond* emessi nel 2021, raccolti da fonti pubblicamente disponibili e da quelle fornite gentilmente dai protagonisti del mercato, con una copertura complessiva del controvalore collocato pari al 78%. Anche quest'anno troviamo in cima alla classifica le banche italiane, con una quota in lieve crescita e pari al

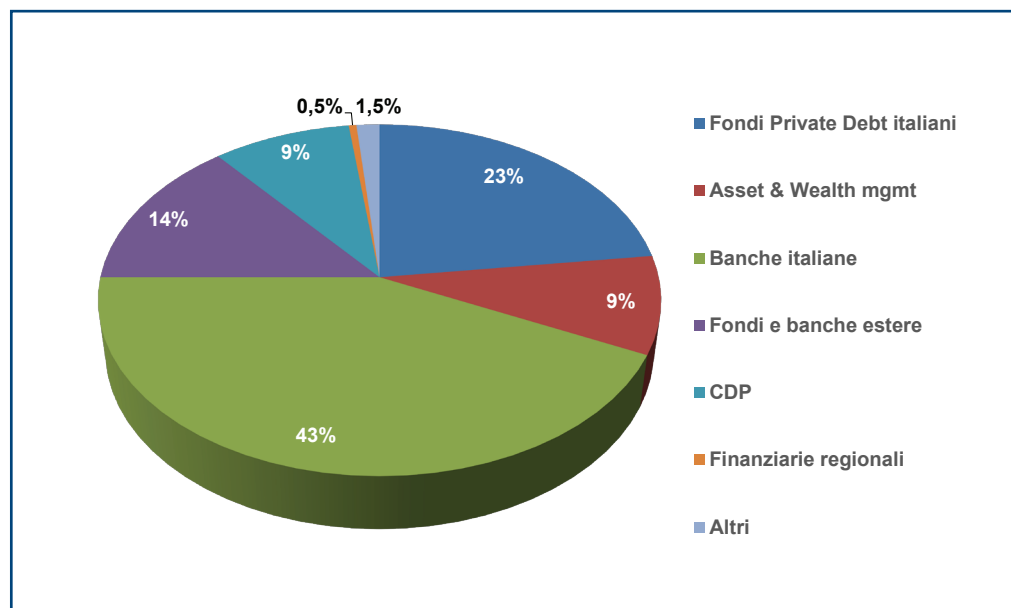


Simone Brugnara
(Banca Finint)

“La costante crescita del mercato dei minibond, anche in questo complicatissimo biennio, deriva da una parte dal sempre maggior interesse delle aziende nei confronti del mercato dei capitali e, dall'altra, dall'attenzione posta da numerosi investitori istituzionali al finanziamento di progetti connessi all'economia reale. La duttilità di questo strumento dimostrata sin dalla sua introduzione ha contribuito prima a sviluppare e poi a consolidarne il successo”

Figura 4.2

La 'mappa' degli investitori nei *minibond* nel 2021. Copertura del campione: 78%



43%, grazie soprattutto ai *minibond* 'captive' e ai *basket bond* regionali; crescono anche i fondi italiani di *private debt*, con una quota del 23%. Sono ancora assenti le assicurazioni (che per il momento investono indirettamente attraverso i fondi, così come le casse di previdenza) mentre gli stranieri si fermano al 14%, più o meno come l'anno scorso. Sale al 9% la quota dell'industria dell'*asset & wealth management* (fondi aperti, *private banking*, SIM) probabilmente grazie ai PIR alternativi e agli ELTIF mentre la Cassa Depositi e Prestiti mantiene un buon posizionamento con il 9% dei flussi. Ai numeri citati possiamo poi affiancare l'investimento di € 209 milioni che Invitalia ha sottoscritto nel 2021 nei *minibond* di Fondo Patrimonio PMI.

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 2021 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 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* 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 periodicamente sulle emissioni in corso; inoltre propone articoli, approfondimenti e documenti specifici sull'argomento. 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.

Il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI) è parte del Gruppo BEI (Banca Europea per gli Investimenti) ed è uno dei soggetti più attivi nel mercato europeo del *private debt* con *focus* su *senior debt*, *unitranche* ed *asset-based lending*, ma anche su debito subordinato e strategie ibride di *debt-equity*. Dal 2007 il FEI ha investito € 6,5 miliardi in più di 200 fondi di credito (di cui ben € 1,5 miliardi nel solo 2021), facendo da catalizzatore per investimenti complessivi di € 26 miliardi in oltre 3.100 PMI e *mid cap* operanti prevalentemente nell'Unione Europea. Il FEI ha coperto un ruolo importante anche durante lo *shutdown* legato alla pandemia Covid-19, soprattutto attraverso il mandato Pan-European Guarantee Fund (EGF).

In Italia, nel 2021 il FEI ha approvato nuovi *commitment* a favore di fondi di *private debt* per oltre € 230 milioni, fra cui Anthilia Capital Partners SGR, Finint Investments SGR, Hedge Invest SGR e Ver Capital SGR.

Nella direzione di una sempre maggiore attenzione al tema della sostenibilità, il FEI è in prima linea nell'integrazione dei criteri ESG (Environmental Social Governance) nella *policy* di selezione e monitoraggio degli investimenti; a titolo di esempio, è stato esplicitamente introdotto il tema della parità di genere nella selezione dei fondi *target*. Il FEI sosterrà l'UE nella realizzazione degli obiettivi a lungo termine dell'European Green Deal e, più in generale, degli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite (SDGs). Il FEI è sottoscrittore del protocollo PRI delle Nazioni Unite (Principles for Responsible Investments) e punta a sostenere operazioni di investimento allineate all'Accordo di Parigi sul cambiamento climatico, come parte della strategia della BEI sul tema. Nel 2021 si è inoltre dotato di un piano specifico (Climate Action and Environmental Sustainability Guidelines) basato sulla Tassonomia UE per implementare chiari obiettivi di investimento in tale direzione. Su questa linea, il FEI investe in fondi che si impegnano ad escludere determinati settori di attività non finanziabili dall'universo investibile e, per gestori di notevoli dimensioni, è gradita l'adesione alle raccomandazioni della Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD). Una *policy* di investimento convintamente ispirata ai temi ESG e alla loro integrazione attiva nelle decisioni di *funding*, monitoraggio e rendicontazione dei risultati (ad esempio la conformità all'Art. 8 o all'Art. 9 della SFDR) è considerata un *plus* importante.

Nel 2022 il FEI ha intenzione di proseguire nel suo ruolo di 'cerniera' fra fondi pubblici e investimenti privati con nuove risorse a favore dei fondi di *private debt*, con un'attenzione particolare ai *first time team*, alla diversificazione geografica, alla sostenibilità e al *gender balance*, per migliorare la resilienza dell'industria europea dei fondi di credito.

Box 4.1

Il Fondo Europeo per gli Investimenti e i *minibond*



Francesco Battazzi
(Fondo Europeo per gli Investimenti)



Diego Pelizzari
(Mediocredito
Trentino Alto Adige)

“Di grande interesse l’attività consulenziale che precede l’emissione, con la condivisione del business plan che permette alla banca di conoscere meglio l’azienda e all’emittente di mettere sotto prova di stress i progetti di sviluppo futuri”

Vengono anche segnalati gli eventi sul territorio dedicati ai *minibond*: *workshop*, convegni, seminari, corsi di formazione.

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 Azimut Direct.

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 PRO³) 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 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, relati-

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/.

Ad ottobre 2021 si è tenuta la quarta edizione del Private Debt Award che ha premiato le migliori operazioni realizzate nel corso del 2020, tra un cospicuo numero di candidature, e dedicato un premio a Fabrizio Saccomanni, in memoria del suo grande impegno governativo a favore della crescita del mercato.

L’Associazione dedica grande attenzione all’educazione finanziaria. Consultando il sito AIFI è possibile scaricare 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. Inoltre, proprio per promuovere la diffusione dell’*asset class*, in collaborazione con Deloitte e Legance, è attivo il portale *online* (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/.

ve 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 2021 dai fondi di *private debt* nei *minibond*.

Fondo	Investimenti effettuati nei <i>minibond</i>	Società di gestione o veicolo
Anthilia BIT III / Anthilia BIT IV Coinvestment Fund / Anthilia Eltif Economia Reale Italia / 8a+ Real Italy Eltif (mandato di gestione)	Eurobrico SpA, Ecoservim Srl, Lombardi Gestioni Srl, Trendevice SpA, Fly One SpA (Mecaer Aviation Group *), Pistacchio SpA, Tenax International SpA (due emissioni), Edra SpA, Business School 24 SpA (due emissioni)	Anthilia Capital Partners SGR
Fondo Impresa Italia / Fondo Impresa Italia II	Werther International SpA	Riello Investimenti Partners SGR
Fondo PMI Italia II	Business School 24 SpA (due emissioni), Retex SpA, Valedo Srl, Isaia&Isaia SpA, Scotta SpA, Safe SpA, Petinvest Srl (**)	Finint Investments SGR
Fondo Rilancio e Sviluppo	BDB Consulting Srl, Flea Società Agricola Srl, Tecnolux Srl, Boman Srl, Perpulire Srl, Aifair SpA, Roboqbo Srl, Amica & C. Srl, NGM Srl, Attilio Carmagnani SpA, Olpneus Srl, Werther International SpA, Commerciale Tubi Acciaio SpA,	Sviluppo Imprese Centro Italia (SICI) SGR
Fondo Veneto Minibond	Lucaprint SpA, Retex SpA, EliFriulia SPA (***)	FVS SGR (Veneto Sviluppo)
Foresight Italian Green Bond Fund	BS Green Srl (due emissioni)	Foresight Group LLP
Green Arrow Private Debt Fund	Ylda SpA	Green Arrow Capital SGR
HI Crescitalia Pmi Fund	ICT Digital Technologies Srl, 2P Asfalti Srl, MT Ortho Srl, F.A.OR. SpA	Hedge Invest SGR
Progetto Minibond Italia	ATI Srl, Idea Food Srl, Innovatec SpA (*), Solis SpA	Zenit SGR
RiverRock Minibond Fund	Gequity SpA	Riverrock European Capital Partners LLP
Tenax Italian Credit Fund / Italian Credit Fund I	Maniva SpA, Petinvest Srl (**), Eurobrico SpA, Werther International SpA, APAC Srl, Comifin Green Srl (Caris VRD *), Caronte Srl (Plastmeccanica *), Idroenergia Srl	Tenax Capital Ltd

Tabella 4.1

Gli investimenti dei fondi italiani (o con stabile organizzazione in Italia) di *private debt* effettuati nel 2021 nei *minibond*

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

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

(***) Strumenti finanziari partecipativi, non considerati nella nostra ricerca

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 primo semestre 2021 si sono contate in Italia 356 operazioni chiuse da fondi di *private debt*, in forte recupero rispetto allo stesso periodo del 2020, quanto erano state 149. Le operazioni hanno mobilitato risorse per € 769 milioni. Il 47% degli investimenti riguardava titoli obbligazionari, la rimanente parte è associata a finanziamenti diretti (53%).

Si allunga la lista dei fondi che hanno effettuato la raccolta negli anni scorsi e che oggi sono *fully-invested*. Non a caso nel 2021 sono state annunciate nuove iniziative.

Fondo Italiano d'Investimento SGR, attraverso i suoi due fondi di fondi dedicati, ha annunciato la sottoscrizione di nuove quote nei fondi di *private debt* Equita Private Debt Fund II (gestito da Equita Capital SGR, con all'attivo *commitment* per € 178,5 milio-



Antonio Chicca
(Azimut Direct)

“Gli operatori fintech hanno contribuito ad ampliare l’offerta di soluzioni di finanza straordinaria per le PMI, favorendo il loro accesso ai mercati come fonte alternativa e credibile a supporto della crescita. Nel 2022 ci aspettiamo un’ulteriore apertura agli strumenti di debito come i minibond e le obbligazioni convertibili.

La naturale evoluzione che risponde all’esigenza di rafforzamento delle imprese, a complemento dei canali di finanziamento tradizionali, per assicurare loro le migliori prospettive di crescita.

Assumerà un ruolo essenziale l’attività di consulenza qualificata, con l’obiettivo di coniugare le esigenze degli imprenditori con le richieste degli investitori”

ni, di cui una parte significativa già investiti), Anima Alternative I (gestito da Anima Alternative SGR, arrivato al traguardo di raccolta complessiva di € 150 milioni), Fondo Impresa Italia II (di Riello Investimenti SGR, all’attivo un primo *closing* nel 2021 per € 73 milioni) e Finint Fondo PMI Italia II (gestito da Finint Investments SGR). In totale le risorse mobilitate da Fondo Italiano d’Investimento nel *private debt* hanno raggiunto quota € 139 milioni.

Sempre nel 2021 il fondo Eltif Economia Reale Italia di Anthilia Capital Partners SGR ha raggiunto la soglia di € 43 milioni raccolti, di cui però solo una parte minoritaria è attualmente investita nel *private debt*. La stessa SGR gestisce anche il fondo 8a+ Real Italy Eltif istituito da 8a+ Investimenti SGR, che ha chiuso la raccolta superando € 45 milioni. Infine, nelle scorse settimane è stato annunciato il progetto di un fondo francese, LBO France, dedicato a *minibond* emessi da PMI italiane per finanziare i costi di interventi di riqualificazione energetica, che generano crediti fiscali, attraverso il meccanismo dello sconto in fattura previsto dal Decreto Rilancio. Il *target* sulle prime 20 operazioni è raggiungere € 100 milioni di investimenti.

In definitiva, le risorse a disposizione dei fondi di *private debt* non sembrano mancare nel breve termine; non tutte saranno investite nei *minibond*, ma è certo che arriverà un contributo significativo soprattutto da quelle SGR che hanno già esperienza di altri fondi già interamente investiti. Una ulteriore spinta potrà arrivare dal mondo degli Eltif (European Long Term Investment Funds) dedicati specificatamente all’investimento in PMI non quotate o quotate ma con capitalizzazione inferiore a € 500 milioni e aperti a investitori *retail*. Ad oggi risultano accreditati all’ESMA (European Securities and Markets Authority) 13 fondi Eltif gestiti da SGR italiane, più altri 8 registrati in Lussemburgo ma riconducibili a case italiane. Quelli che operano sul *private debt* sono una piccola minoranza e quindi c’è spazio per nuovi entranti.

5. Le prospettive future

Un anno fa, per scaramanzia, non avevamo azzardato previsioni sull'andamento del mercato dei *minibond* nel 2021 (e tutto sommato è andata bene). Sul 2022, lo scenario al momento della pubblicazione di questo Report è del tutto incerto. Se in alcuni settori che dipendono dal turismo, dall'organizzazione di eventi e dalla ristorazione le imprese non sono ancora uscite dalle criticità legate alla pandemia, ora è il manifatturiero a soffrire la congiuntura di prezzi esorbitanti delle materie prime e dell'energia. Filiere importanti dell'economia italiana come l'alimentare rischiano la crisi per la discontinuità delle forniture di grano e altri generi di importazione. Il sistema bancario potrebbe di nuovo essere messo a dura prova dall'esposizione verso investimenti e crediti in Paesi interessati dagli eventi bellici, con ripercussioni negative sugli affidamenti verso le imprese.

L'industria dei *minibond* non ha perso colpi nel 2021 e ha le carte in regola per raccogliere nuovi consensi. Come dimostrano diversi studi, il potenziale di mercato è consistente; sono migliaia le PMI italiane che potrebbero sperimentare questa forma di finanziamento, a fronte delle 832 che lo hanno fatto negli ultimi 10 anni. Iniziative come quella del Fondo Patrimonio PMI di Invitalia potrebbero essere molto utili per far 'provare' questo strumento, poichè contaminano le aziende con competenze relative al mercato mobiliare che spesso sono mancanti. Le risorse sui *basket bond* sono ugualmente utili perchè contribuiscono a creare un effetto di *spillover* riducendo le asimmetrie informative e abbattendo il costo di raccolta delle informazioni per i potenziali investitori. Una volta studiate le dinamiche competitive di un settore, gli stessi dati possono essere utilizzati per la valutazione di più emittenti e i costi fissi di *due diligence* saranno spalmati su più emittenti.

Si è evidenziato che sta nascendo un nuovo ambito, quelli dei *minibond green* e in generale dei *minibond* sostenibili. Siamo convinti che ci sarà una crescita importante del mercato, in sinergia con gli investimenti europei dedicati al raggiungimento degli obiettivi dell'Accordo di Parigi sul cambiamento climatico. Mentre le grandi imprese sono tenute a rendicontare le informazioni ESG, le PMI sono meno attrezzate per la raccolta e l'analisi dei dati, ma stanno cominciando a percepirne l'importanza, soprattutto nei rapporti con banche e investitori. I *minibond* potranno essere strumenti fondamentali in questo percorso.

Rispetto ai canali di distribuzione dei *minibond*, pensiamo che banche e fondi di credito faranno ancora la parte del leone. Nel 2022 diventerà pienamente operativa la regolamentazione europea dei portali di *crowdfunding* e quindi vedremo probabilmente delle novità rispetto alla possibilità di collocare *minibond* attraverso Internet.

Infine, l'integrazione di Borsa Italiana nel gruppo Euronext potrebbe generare opportunità anche per il mondo dei *minibond*: si potrebbe pensare a un listino pan-europeo dove i titoli di debito delle PMI e *mid-cap* potranno essere scambiati, che risulti attrattivo per la semplicità di accesso.

Appendice

Elenco delle emissioni di *minibond* nel 2021

	Società emittente	Mese
1	Meic Services SpA	gen-21
2	2P Asfalti Srl	gen-21
3	Vetroresina SpA	gen-21
4	Fitoshop Srl	gen-21
5	Ylda SpA	feb-21
6	Ubroker Srl	feb-21
7	MPG Manifattura Plastica SpA 4,00%	feb-21
8	Alchimia SpA	feb-21
9	Aliante Partners SpA	feb-21
10	Costruzioni Tecniche Meccaniche Srl	feb-21
11	Data Office Trading Srl	feb-21
12	Loma Srl	feb-21
13	Davia SpA	feb-21
14	Lavorgna Srl	feb-21
15	FC Entertainment Srl	feb-21
16	Pusterla 1880 SpA	feb-21
17	Vetroasfalto SpA	feb-21
18	Gequity SpA	mar-21
19	Alessi Domenico SpA	mar-21
20	MPG Manifattura Plastica SpA 3,25%	mar-21
21	Tecnolux Srl	mar-21
22	Boman Srl	mar-21
23	Consorzio Innova Società Cooperativa	mar-21
24	Feudi di San Gregorio Società Agricola SpA	mar-21
25	Masi Agricola SpA	mar-21
26	Pasqua Vigneti & Cantine SpA	mar-21
27	Le Buone Farine Srl	mar-21
28	Sir SpA	mar-21
29	Dalena Ecologia Srl	mar-21
30	Alpinestars SpA	mar-21
31	Crescitalia servizi Imprese Srl	mar-21
32	Gestione Impianti Depurazione Acque SpA	mar-21
33	Costruzioni Edili Tonelli SpA	mar-21
34	Frigomec Srl	mar-21
35	Metalplex SpA	mar-21
36	ITDM Srl	mar-21
37	T GROUP SpA	mar-21
38	Mediacom Srl	mar-21
39	INCI. FLEX Srl	mar-21
40	New Electronics Giuseppe Srl	mar-21
41	C.M.T. Compagnia Manifatture Tessili Srl	mar-21
42	PBR Technology Srl	mar-21
43	Italpizza SpA	apr-21
44	I.M.I. Montaggi Industriali SpA	apr-21
45	Crif SpA	apr-21

	Società emittente	Mese
46	Amica & C. Srl	apr-21
47	Ecoservim Srl € 2,5 milioni	apr-21
48	Ecoservim Srl € 2,0 milioni	apr-21
49	Funivie Valle Bianca SpA	apr-21
50	Aerosoft SpA	apr-21
51	3F & EDIN SpA	apr-21
52	Scatolificio Salernitano SpA	apr-21
53	Perpulire Srl	mag-21
54	4 Madonne Caseificio dell'Emilia Società Cooperativa Agricola	mag-21
55	Maniva SpA	mag-21
56	Finance House SpA IT0005435877	mag-21
57	ATI Srl	mag-21
58	3A Sport Srl	giu-21
59	ePizza SpA	giu-21
60	MT Ortho Srl	giu-21
61	Impresa Percassi SpA	giu-21
62	ETS ecotecnologie stradali Srl	giu-21
63	Edra SpA	giu-21
64	Vitillo SpA	giu-21
65	Comerio Ercole SpA	giu-21
66	Emiliana Conserve Società Agricola SpA	giu-21
67	Miri SpA	giu-21
68	Sirio Holding Srl	giu-21
69	TrenDevice SpA	lug-21
70	Business School 24 SpA 6,00%	lug-21
71	Business School 24 SpA 4,50%	lug-21
72	Attilio Carmagnani SpA	lug-21
73	Fantic Motor SpA	lug-21
74	BDB Consulting Srl	lug-21
75	Iervolino and Lady Bacardi Entertainment SpA	lug-21
76	Leone Film Group SpA	lug-21
77	Lucky Red Srl	lug-21
78	IKS TN Srl	lug-21
79	Arco-Cavi Group Srl	lug-21
80	Balan Srl	lug-21
81	Block Industrie Srl	lug-21
82	Demo Meko Technology Srl	lug-21
83	Nuove Energie Srl	lug-21
84	Panama Trimmings Srl	lug-21
85	Project Srl	lug-21
86	Eurobrico SpA 5,15%	lug-21
87	Olpneus Srl	lug-21
88	MPG Manifattura Plastica SpA Euribor 3M + 0,90%	lug-21
89	Fratelli Carli SpA	lug-21
90	Retex SpA IT0005446387	lug-21
91	Retex SpA IT0005450512	lug-21
92	Minerali Industriali Srl	lug-21
93	Caseifico Palazzo SpA	lug-21
94	Gustibus Alimentari Srl	lug-21
95	BS Green Srl € 5,7 milioni	lug-21

	Società emittente	Mese
96	BS Green Srl € 5,65 milioni	lug-21
97	Tenax International SpA € 2,7 milioni	lug-21
98	Eurobrico SpA 5,50%	lug-21
99	Tenax International SpA € 0,3 milioni	lug-21
100	Rinascimento 21 SpA	lug-21
101	Calix01 Srl	lug-21
102	Valedo Srl	lug-21
103	Las SpA	lug-21
104	Werther International SpA 2027	lug-21
105	Polo Grafico SpA	lug-21
106	Udinese Calcio SpA	lug-21
107	Winemarche SpA	lug-21
108	Agrostar Srl € 0,5 milioni	lug-21
109	DFV Srl	ago-21
110	Manelli Impresa Srl	ago-21
111	Mangini Srl	ago-21
112	Roboze SpA	ago-21
113	Sideralba SpA	ago-21
114	Iniziative Bresciane SpA	ago-21
115	Ambrosi SpA	ago-21
116	Caffè Moak SpA	ago-21
117	MT Ricci Srl	ago-21
118	Flea Società Agricola Srl	ago-21
119	Isaia&Isaia SpA 3,35%	ago-21
120	Isaia&Isaia SpA 3,90%	ago-21
121	Affetto03 Srl	ago-21
122	HVD II SpA	ago-21
123	Pricewaterhouse Coopers Advisory SpA	ago-21
124	Pricewaterhouse Coopers SpA	ago-21
125	Agrostar Srl € 1,5 milioni	ago-21
126	A.W.P. Srl	ago-21
127	Ellemme SpA	set-21
128	Easytech SpA	set-21
129	Werther International SpA 2022	set-21
130	Nord Fluid SpA	set-21
131	Innovative-RFK SpA	set-21
132	Idea Food Srl	set-21
133	Pistacchio SpA	set-21
134	Dott. Gallina Srl	set-21
135	Cantine Ermes Società Agricola Cooperativa	set-21
136	Pastificio Di Martino SpA	set-21
137	Tecna SpA	set-21
138	Lavoropiù SpA	set-21
139	PIA SpA	set-21
140	ABK Group Industrie Ceramiche SpA	set-21
141	Antares Vision SpA	ott-21
142	Gruppo Leone Srl	ott-21
143	Casa di Cura Villa Regina Srl	ott-21
144	Lanificio Nova Fides SpA	ott-21
145	Ocrid Srl	ott-21

	Società emittente	Mese
146	Gruppo Nord Pertoli Srl	ott-21
147	N.G.M. Srl	ott-21
148	Comal SpA	ott-21
149	Matica Fintec SpA	ott-21
150	Vantea Smart SpA	ott-21
151	Crocco SpA	ott-21
152	La Linea Verde Società Agricola SpA	ott-21
153	Società Agricola Garofalo Srl	ott-21
154	Solis SpA	ott-21
155	Mangimi Leone SpA	ott-21
156	Almeda Srl	ott-21
157	Palazzi Management SpA	ott-21
158	Prismi SpA	ott-21
159	Idroenergia Srl € 3,5 milioni	ott-21
160	Idroenergia Srl € 0,5 milioni	ott-21
161	Idroenergia Srl € 3,1 milioni	ott-21
162	Argo Credit Management SpA	ott-21
163	La Rosina Srl	ott-21
164	Finance House SpA IT0005451742	ott-21
165	Umbra Rimorchi Srl	nov-21
166	Werther International SpA 2028	nov-21
167	Star7 SpA € 20,0 milioni	nov-21
168	Star7 SpA € 5,0 milioni	nov-21
169	Ciemme Alimentari Srl	nov-21
170	LMM Logistics SpA	nov-21
171	Plissé SpA	nov-21
172	Bibite Polara Srl	nov-21
173	Isoclima SpA	nov-21
174	ICM SpA 2026	nov-21
175	Motor Power Company Srl	nov-21
176	Grappola02 Srl 5,90%	nov-21
177	Barbero Srl	nov-21
178	The Landlords SpA	nov-21
179	Felsina SpA Società Agricola	nov-21
180	Cooperativa Sociale Società Dolce	dic-21
181	Aifar SpA	dic-21
182	Commerciale Tubi Acciaio SpA	dic-21
183	Sabaf SpA	dic-21
184	Roboqbo Srl	dic-21
185	ISC Srl	dic-21
186	Millennials SpA	dic-21
187	Friulchem SpA	dic-21
188	Bourelly Health Service Srl	dic-21
189	Farmacia Santa Caterina Srl	dic-21
190	Finizio Srl	dic-21
191	Mare Engineering SpA	dic-21
192	J Luxury Group Srl	dic-21
193	T.E.A. Tek SpA	dic-21
194	Grappola02 Srl 6,00%	dic-21
195	Bialetti Industrie SpA	dic-21

	Società emittente	Mese
196	Veneziana Energia Risorse Idriche Territorio Ambiente Servizi SpA	dic-21
197	Fermi SpA	dic-21
198	A.P.A.C. Srl	dic-21
199	F.A.OR. SpA	dic-21
200	Villa Fiorita SpA	dic-21
201	Ekoru Srl	dic-21
202	Logi Service Società Cooperativa	dic-21
203	Impresa Bacchi Srl	dic-21
204	Madre Holding SpA	dic-21
205	Milano Fashion Srl	dic-21
206	Scotta SpA	dic-21
207	Assopaf Agrindustria Alimentare Società Cooperativa	dic-21
208	Progetto T. Srl 2026	dic-21
209	Air Nolo Srl	dic-21
210	Progetto T. Srl 2029	dic-21
211	Safe SpA	dic-21
212	Basso Fedele & Figli Srl	dic-21
213	ICT Digital technologies Srl	dic-21
214	Yesmoke Srl	dic-21
215	ICM SpA 2027	dic-21
216	New Energy Srl	dic-21
217	Biolam Italia Srl	dic-21
218	Garda Real Estate Srl	dic-21
219	Lombardi Gestione Srl	dic-21

Elenco delle emissioni legate al Fondo Patrimonio PMI di Invitalia (2020-2021)

	Società emittente	Mese
1	Kepto SpA	nov-20
2	Arranger Consulting Srl	nov-20
3	Forever Plast SpA	nov-20
4	Metecno Italia Srl	nov-20
5	Tre P SpA	nov-20
6	Tessival Srl	nov-20
7	LP Group Srl	nov-20
8	Cierre Imbottiti Srl	dic-20
9	Vallesi SpA	dic-20
10	Comfer SpA	dic-20
11	Elenos Srl	dic-20
12	Sanvito & Somaschini SpA	dic-20
13	Lozza SpA	dic-20
14	Inox-pa SpA	dic-20
15	Autopremium SpA	dic-20
16	Stat SpA	dic-20
17	Comei & Co. Srl	dic-20
18	Al. Fa Laminati Srl	dic-20
19	Peyrani SpA	dic-20
20	SEA SpA	dic-20
21	Viocar SpA	dic-20
22	Arti Grafiche Boccia SpA	dic-20
23	E.D.T. Srl	dic-20
24	Cantori Srl	feb-21
25	Intermedia Servizi Srl	feb-21
26	ZAF SpA	feb-21
27	Puntoweb Srl	feb-21
28	Saba Srl	feb-21
29	Salami SpA	feb-21
30	Casa Di Cura Regina Srl	feb-21
31	Autoservizi Troiani Srl	feb-21
32	Calcestruzzi Cipiccia SpA	mar-21
33	RE.PI.CO. SpA	mar-21
34	Peyrani SpA	mar-21
35	S.E.I.B. SpA	mar-21
36	KI Group Srl	mar-21
37	Building Lifecycle Service Srl	mar-21
38	Boglioli SpA	mar-21
39	Itermar Srl	mar-21
40	Villa Fiorita SpA	mar-21
41	Baltour Srl	mar-21
42	Zerogrey Srl	apr-21
43	Unicar Srl	apr-21
44	Manifatture Lombarde Srl	apr-21
45	Somain Italia Srl	apr-21
46	Lavorazione Sistemi Lasi SpA	apr-21
47	Misura Emme SpA	apr-21
48	Enpower Srl	apr-21
49	Colligo SpA	apr-21
50	Greslab Società Cooperativa	apr-21

	Società emittente	Mese
51	Agroservice SpA	apr-21
52	Costruzioni Stampi Attrezzature SpA	apr-21
53	Creation Italia Srl	apr-21
54	Pinto Srl	apr-21
55	Campomaggi & Caterina Lucchi SpA	apr-21
56	Centurion Srl	apr-21
57	Auto Azzurra Store Srl	apr-21
58	Scianatico Laterizi Srl	apr-21
59	Pasquale Bruni SpA	apr-21
60	ASG SpA	mag-21
61	Impresa Bacchi Srl	mag-21
62	Alivision Transport Srl	mag-21
63	MDF Italia Srl	mag-21
64	Società e Salute SpA	mag-21
65	Crik Crok Srl	mag-21
66	Patrone E Mongiello SpA	mag-21
67	Iron Srl	mag-21
68	Fandango SpA	mag-21
69	Concessionaria Autocolosseo Srl	mag-21
70	Tridentum Auto Srl	mag-21
71	Upgrading Services SpA	mag-21
72	R.T.I. Srl	mag-21
73	Cortina Resort Srl	mag-21
74	Sic Europe Srl	mag-21
75	Premobil Srl	mag-21
76	Gianni Venturini Industria Prosciutti Srl	giu-21
77	D Hotels Srl	giu-21
78	Svezia Auto Srl	giu-21
79	Ams Ferrari Srl	giu-21
80	Barili Srl	giu-21
81	Piazza Hotels & Residences Srl	giu-21
82	Le Tricot Perugia SpA	giu-21
83	Itelco Broadcast Srl	giu-21
84	MCT Italy Srl	giu-21
85	Peuterey Srl	giu-21
86	Argo Retail Srl	giu-21
87	La Metallurgica Srl	giu-21
88	Globo Srl	giu-21
89	I.P.A. Srl	giu-21
90	Ediland Group Srl	giu-21
91	Officine Fvg SpA	giu-21
92	Calipso Srl	giu-21
93	Tricodor Srl	giu-21
94	Fratelli Vitali Di Roberto SpA	giu-21
95	Casa Di Cura Tortorella SpA	giu-21
96	TFM Martone Logistica Srl	giu-21
97	Sysco SpA	giu-21
98	Idea-Mode Srl	giu-21
99	Fresia Alluminio SpA	giu-21
100	Lanfranchi Srl	giu-21
101	Piazza Di Spagna View Srl	giu-21
102	Lefay Resorts Srl	giu-21

	Società emittente	Mese
103	International Aluminium Company Srl	giu-21
104	Equo Punto A Capo Consorzio Equo Solidale Società Cooperativa Sociale	giu-21
105	Ibh Ripa Srl	giu-21
106	Best Western Italia Società Cooperativa Per Azioni	giu-21
107	Fal Srl	giu-21
108	Facit SpA	giu-21
109	Esplorenti Sabino SpA	giu-21
110	Manser Srl	giu-21
111	Antress Industry SpA	set-21
112	Orion 2009 Srl	set-21
113	Lazzarini SpA	ott-21
114	Rastelli Rubinetterie Srl	ott-21
115	Umbrico R.E. Srl	ott-21
116	Punto Immobiliare Srl	ott-21
117	Taroni SpA	ott-21
118	Sinergie Srl	ott-21
119	Tecnostrade Srl	ott-21
120	Spediterraneo Srl	ott-21
121	ETG Srl	ott-21
122	Ceramica Mediterranea SpA	ott-21
123	Reload SpA	ott-21
124	Telenorba SpA	ott-21
125	Haeres Equita Srl	nov-21
126	Vuetel Italia Srl	nov-21
127	Effeci International Cables Srl	nov-21
128	Consulting & Service SpA	nov-21
129	Papironia Srl	nov-21
130	Porro Metalli SpA	nov-21
131	Cambiago Trafilerie Srl	nov-21
132	Italiana Bordi SpA	nov-21
133	Altachiara Srl	nov-21
134	Fabilia Jesolo Srl	nov-21
135	Ikrix SpA	nov-21
136	Tramarossa Srl	nov-21
137	O.M.P SpA	nov-21
138	Bellator Srl	nov-21
139	Lu.ma. Srl	nov-21
140	Sg Hotels Srl	dic-21
141	Prezioso Federico Srl	dic-21
142	Ci Moda Srl	dic-21
143	Mascioni SpA	dic-21
144	North Sails Apparel SpA Società Benefit	dic-21
145	Pieffe Auto Srl	dic-21
146	Doimo Cityline Srl	dic-21
147	La Tecnica Nel Vetro SpA	dic-21
148	Relais Borgo Santo Pietro SpA	dic-21
149	Sport & Events Logistics Srl	dic-21
150	Atlas Group SpA	dic-21
151	D'Alessio Food Srl	dic-21
152	Olivi SpA	dic-21
153	Demm Srl	dic-21
154	Marchese Italia SpA	dic-21

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 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 possiede la “Triple crown”, i tre accreditamenti più prestigiosi per le Business School a livello mondiale: EQUIS, ricevuto nel 2007, AMBA (Association of MBAs) nel 2013, e AACSB (Advance Collegiate Schools of Business, ottenuto nel 2021). Nel 2017 è la prima *business school* italiana a vedere riconosciuta la qualità dei propri corsi erogati in *digital learning* nei *master* Executive MBA attraverso la certificazione EOCCS (EFMD Online Course Certification System).

Inserita nella classifica del Financial Times delle migliori Business School d'Europa dal 2009, oggi è in classifica con Executive MBA, Full-Time MBA, Master of Science in Management Engineering, Customised Executive programmes for business e Open Executive programmes for managers and professionals. Nel 2021 l'International Flex EMBA si posiziona tra i 10 migliori *master* al mondo nel Financial Times Online MBA Ranking.

La Scuola è presente anche nei QS World University Rankings e nel Bloomberg Businessweek Ranking.

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).

Fanno parte della Scuola: il Dipartimento di Ingegneria Gestionale del Politecnico di Milano e MIP Graduate School of Business che, in particolare, si focalizza sulla formazione *executive* e sui programmi Master.

Il gruppo di Entrepreneurship Finance & Innovation (EFI) della School of Management è attivo in numerosi progetti di ricerca finanziati da società private, 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, i *crypto-asset*. È inoltre coinvolto in progetti di formazione di MIP Graduate School of Business come l'International Master in Fintech, Finance and Digital Innovation, l'International Master in Financial Risk Management, l'International Master in Sustainable Finance, il corso ESG Analysis & Investing (organizzato con CFA Society Italy), il corso Introduzione alla Professione di Consulente Finanziario (organizzato con Ascofind) e moduli organizzati *ad hoc* per importanti *player* finanziari.

Nell'ambito della Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale, dal 2014 erogata anche in lingua inglese, esiste un *major* specifico 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

Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca

Gruppo di ricerca: Giancarlo Giudici (direttore scientifico), Matteo Conti, Matteo Simonetto, Federico Vigoni.

Comitato scientifico: Francesca Bartoli, Simone Brugnera, Leonardo Frigiolini, Gianmarco Paglietti

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

Partner

- ❑ ADB Corporate Advisory
- ❑ Azimut Direct
- ❑ Banca Finint
- ❑ C&G Capital
- ❑ CDP Cassa Depositi e Prestiti
- ❑ Cerved Rating Agency
- ❑ Foresight Group
- ❑ Frigiolini & Partners Merchant
- ❑ Mediocredito Trentino Alto Adige
- ❑ Orrick

Partner istituzionali

- ❑ Borsa Italiana
- ❑ Innexa

Media partner

- ❑ BeBeez



ADB Corporate Advisory
www.adb.it

ADB Corporate Advisory Srl è una società di consulenza indipendente, con sedi a Torino e Milano, specializzata nell'assistenza alle PMI in operazioni di finanza straordinaria.

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, analisi e consulenza economico-finanziaria. Il Gruppo ADB oggi conta 4 società attive nella consulenza finanziaria, *data providing* e sviluppo di piattaforme *fintech* per operatori finanziari. ADB Corporate Advisory affianca imprenditori e *manager* nel trovare la soluzione più adatta a consolidare, ampliare o rilanciare il *business*, offrendo i propri servizi nelle seguenti aree:

- Debt Capital Markets, Minibond Specialist
- Equity Capital Markets
- Mergers & Acquisitions

ADB può inoltre offrire il proprio supporto a fondi di investimento di *private capital* specializzati in PMI.

Nel 2013 ADB è stata *advisor* della prima emissione di *minibond* in Italia; dal 2014 è *advisor* del fondo di investimento Progetto MiniBond Italia gestito da Zenit SGR. Nel 2015 ADB diventa Fixed Income Partner di Borsa Italiana 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 diventa Listing Sponsor di Borsa Italiana e nel 2021 supera la soglia di 60 emissioni di *minibond* nelle quali è stata coinvolta in qualità di Issuer Advisor e Fund Advisor.



Azimut Direct
www.azimutdirect.com

Azimut Direct SpA nasce dall'accordo tra il Gruppo Azimut e Epic SIM, la prima piattaforma *fintech* dedicata all'economia reale nata nel 2014 per formare un ponte tra PMI e investitori professionali. Azimut Direct è la *fintech* del gruppo Azimut - il principale Gruppo Italiano indipendente operante dal 1989 nel settore del risparmio gestito - specializzata in *direct lending*, *minibond*, *private* e *public equity*. Supportiamo la crescita e lo sviluppo delle PMI italiane attraverso un'azione congiunta di consulenza, strutturazione e collocamento di strumenti di finanza alternativa presso investitori istituzionali e privati qualificati.

Azimut Direct si inserisce all'interno del progetto di "neoFinancing" del gruppo Azimut e costituisce una realtà unica in Italia: la forza di un grande *asset manager* combinata alla specializzazione di una *fintech* solida e in rapida crescita, per portare capitali alle imprese italiane grazie a un approccio di filiera corta. Tra i punti cardine della strategia, il *focus* su *fintech* ed economia reale, con l'obiettivo di diventare interlocutore privilegiato per tutte le imprese italiane che cercano accesso al mercato dei capitali di debito ed *equity* e servizi di *advisory* ad alto valore aggiunto. La missione di Azimut Direct è portare valore alle imprese consentendo loro un accesso professionale e ben preparato al mercato dei capitali alternativi. Con questa finalità è stata studiata e realizzata la nostra piattaforma *fintech*, che integra capacità di strutturazione e di distribuzione presso investitori istituzionali con professionalità, metodo e disciplina. È grazie alla combinazione di questi elementi che è possibile fornire ai clienti attenzione, *focus*, velocità e risultati concreti. Azimut Direct è dunque la piattaforma *fintech* dedicata all'economia reale, nata per soddisfare i bisogni di finanza straordinaria delle imprese italiane: i nostri servizi sono caratterizzati da forte duttilità e adatti a sostenere le esigenze del sistema imprenditoriale a 360 gradi, dalle PMI ad alto potenziale alle società quotate con già una consolidata presenza e notorietà sul mercato dei capitali.



BANCA FININT

BEST PEOPLE BEST BUSINESS

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 SGR 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:

- Top Arranger dal 2012 ad oggi secondo l'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano;
- 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 chiuso italiano di *private debt* con Finint SGR: ad oggi gestisce 3 fondi alternativi dedicati al *private debt* per oltre € 435 milioni di raccolta (Fondo Minibond PMI Italia, Fondo PMI Italia II e Fondo Strategico Trentino-Alto Adige), vantando un *track record* di oltre 100 investimenti.

Il Gruppo Banca Finint ha effettuato circa 250 operazioni di *minibond* per un controvalore totale di circa € 1,7 miliardi. Grazie a tali risultati, il Gruppo è stato premiato nella categoria Private Debt ai Finance Community Awards come Team of the Year 2017 e 2019 e come Professional of the Year 2020, il premio Private Debt Award AIFI 2020 Categoria operazione sviluppo e il Private Debt Award 2021 Premio Saccomanni.

Banca Finint

www.bancafinint.com

www.minibond.tv



C&G CAPITAL

YOUR FINANCIAL ADVISOR

C&G Capital è un Advisor finanziario e Global Coordinator specializzato nell'avvicinare le PMI al mercato dei capitali.

È presente e riconosciuta oggi in gran parte delle aziende italiane, grazie alla creazione di una figura competente e formata, denominata "Kredit Finder".

Quest'ultimo è capace di far comprendere all'imprenditore i vantaggi degli strumenti alternativi ed avvicinarli a questa realtà non del tutto conosciuta.

C&G quale figura di Advisor si contraddistingue in quanto segue passo dopo passo l'imprenditore nella preparazione con strumenti quali *minibond*, sostenendo inoltre, come figura di Advisor finanziario, la crescita e lo sviluppo dell'azienda stessa, arrivando all'eventuale quotazione.

La *mission* di C&G capital è permettere alle PMI di diventare aziende d'eccellenza, facendo conoscere appieno le opportunità che gli strumenti a mercato possono fornire.

A tal proposito, è l'unica società di Advisory ad aver creato un'Academy riconosciuta, dedicata a professionisti, CFO ed imprenditori, affinché possano conoscere meglio il mercato dei capitali, le opportunità che questo porta all'interno di ogni azienda e come proporsi strutturalmente per accedere alla crescita e allo sviluppo, grazie ad operazioni a mercato.

C&G Capital

www.cgcapital.it



Cassa Depositi e Prestiti
www.cdp.it

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 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:

- supporto allo sviluppo di *asset class* innovative quali operazioni di cartolarizzazione di *mini-bond* (cosiddetti Basket Bond), con il ruolo di *anchor investor*;
- 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;
- 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*.

Nel 2021 CDP dopo il successo dei programmi “Basket Bond Puglia” e “Garanzia Campania Bond” lanciati nel 2020 e proseguiti nel 2021, ha avviato ulteriori operazioni di *basket bond* concedendo € 80 milioni di finanziamenti finalizzati a supportare la crescita delle PMI italiane, ha perfezionato l’investimento in due fondi di credito diversificato, in *partnership* con il FEI, per complessivi € 125 milioni e operazioni di sottoscrizione di *minibond* per un ammontare complessivo pari a € 16 milioni. 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 1.700 imprese a livello internazionale.



Cerved Rating Agency
ratingagency.cerved.com

Cerved Rating Agency è l’agenzia di *rating* italiana specializzata nella valutazione del merito di credito di imprese non finanziarie italiane e delle emissioni di titoli di debito, registrata presso la European Securities and Markets Authority (ESMA) ai sensi del Regolamento CE 1060/2009; è autorizzata a operare in qualità Agenzia esterna di valutazione del merito di credito (ECAI) ai sensi del Regolamento CE n. 575/2013.

Grazie ad un *team* di oltre 140 analisti specializzati, con comprovate competenze ed esperienza, Cerved Rating Agency emette e monitora *rating* di credito pubblici e privati, *solicited* e *unsolicited*, nel rispetto di elevati standard qualitativi riconosciuti in ambito internazionale.

L’Agenzia, inoltre, grazie al lavoro del *team* analitico specializzato in materia ESG, emette valutazioni sul grado di sostenibilità degli operatori economici - imprese, istituti finanziari, assicurazioni - proponendo soluzioni innovative basate sulla metodologia proprietaria sviluppata in linea con le *best practice* internazionali.

Foresight

FOR A SMARTER FUTURE

Foresight è un gestore di fondi indipendente, *leader* negli investimenti in progetti di economia reale sostenibili attraverso fondi alternativi di *private equity* e infrastrutturali. La società, fondata nel 1984 e quotata alla LSE dal febbraio 2021, gestisce circa 9,4 miliardi di euro distribuiti sui suoi circa 30 fondi, che investono prevalentemente nei settori infrastrutturali, per conto di investitori istituzionali, *family office* e clientela *retail*. Le due strategie, infrastrutture e *private equity*, vengono definite sulla base di una matrice sostenibile che mira rispettivamente a sostenere la transizione verso gli obiettivi di sviluppo sostenibile (Sustainable Development Goals, SDG) e a promuovere crescita economica e sviluppo sociale. Dal 2013, Foresight è firmataria dei Principi di Investimento Responsabile delle Nazioni Unite (UN PRI). Foresight è attiva come *fund manager* nel Regno Unito – con la sede principale di Londra e altre sette *branch* regionali – nel Sud Europa – con sedi operative a Roma e Madrid – in Lussemburgo e in Australia. In Italia la società è attiva dal 2008 prevalentemente nel settore infrastrutturale e del fotovoltaico con tre veicoli dedicati: Foresight European Solar Fund, ForVEI II e il Green Bond Fund, il primo fondo di debito di Foresight. Con una *size* iniziale di € 75 milioni, attualmente in fase di incremento con un *target* di raccolta complessiva pari a € 150 milioni, è stato sottoscritto al 20% dalla Banca Europea per gli Investimenti, oltre a casse di previdenza, primarie compagnie assicurative e *family office*. Il Green Bond Fund finanzia, mediante la sottoscrizione di *bond senior secured*, quotati sul segmento ExtraMOT Pro³ di Borsa Italiana, progetti di energia rinnovabile ed efficienza energetica sul territorio italiano e nei principali Paesi europei. Ad oggi il fondo ha investito in diversi settori tecnologici tra cui biomassa, biogas, illuminazione pubblica, fotovoltaico, solare a concentrazione ed eolico.

Foresight Group
www.foresightgroup.eu



Frigiolini & Partners Merchant è un gruppo indipendente con sede a Genova e operatività nazionale (prossimamente internazionale) che coniuga competenze di Advisor finanziario e Global Coordinator nel segmento dei *minibond* con capacità di collocamento degli stessi sul mercato primario grazie a Fundera, portale di *crowdfunding* vigilato, *leader* per numero di collocamenti realizzati dalla nascita dei portali a oggi. Il Gruppo F&P Merchant gestisce quindi *in house* l'intero processo, dall'*origination*, al *building* fino al *placement* dei *minibond*, senza la necessità di ricorrere a terze parti e quindi con notevole risparmio per gli emittenti. Il *team* del Gruppo i cui punti di forza sono l'indipendenza, l'assenza di conflitti di interesse e il controllo integrale del processo, vanta un'esperienza pluriennale sui mercati finanziari e dalla sua nascita ad oggi vanta il primato fra gli *advisor* indipendenti per numero complessivo di PMI assistite, grazie anche al monopolio dei "Minibond short term". Grazie ad un approccio *fintech* è in fase di graduale allargamento la platea dei potenziali investitori, compresi quelli *retail*, che presto saranno ingaggiati a livello europeo. Fundera è il primo portale 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 Merchant 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), assistiti da garanzia integrale. Durante la pandemia F&P e Fundera hanno gestito molteplici operazioni di *bond* garantiti da SACE fino al 90% del controvalore totale emesso. Sono ormai molte decine le emissioni realizzate via *web* su Fundera.

**Frigiolini & Partners
 Merchant / Fundera**
www.fepmerchant.it
www.fundera.it

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.

Il costante miglioramento della qualità dei prestiti, evidenziato dalla riduzione del peso degli NPL e l'ulteriore rafforzamento del patrimonio, ha consentito a Mediocredito Trentino Alto Adige di ottenere nel febbraio 2022 un *upgrade* del *rating* sui depositi attribuito da Moody's.



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 nel settore bancario e finanziario sono largamente riconosciute dai *player* del mercato economico e finanziario, italiano ed internazionale.

Nell'ambito specifico dei *minibond*, il Finance Team di Orrick vanta un'esperienza ormai consolidata nel mercato legale italiano, avendo, tra l'altro, curato il maggior numero di emissioni di prestiti obbligazionari finora quotati sui segmenti ExtraMOT PRO (e il primo *minibond* quotato assistito dalla garanzia del Fondo MCC).

Orrick è molto attiva anche nel campo dei "Basket Bond", dove ha contribuito a strutturare diverse operazioni, anche nelle forme più innovative.

Orrick ha inoltre fornito assistenza nel processo di ristrutturazione di alcuni prestiti obbligazionari, collaborato alla costituzione di tre tra i principali fondi specializzati in investimenti in *minibond* e portato a termine la prima emissione in forma dematerializzata di cambiali finanziarie. In collaborazione anche con soggetti istituzionali, Orrick ha pubblicato recentemente un *position paper* su Minibond e Basket Bond per la ripresa economica delle Piccole e Medie Imprese italiane per supportare l'ulteriore diffusione e conoscenza di questi prodotti.

Il Finance Team di Orrick è stato *partner* di Borsa Italiana nel progetto ExtraMOT PROLink, il portale dedicato al mercato ExtraMOT PRO³ in *partnership* con i più esperti operatori del settore.

PARTNER



www.osservatoriominibond.it



PARTNER
ISTITUZIONALI



MEDIA
PARTNER

