

A cura di Roberto Calugi, Valentina Morelli e Gianmarco Paglietti

I mini-bond

Istruzioni per l'uso

Nuova edizione

Questa pubblicazione rappresenta la nuova edizione aggiornata nei contenuti e rivista nella forma grafica della guida pubblicata nel dicembre 2013.

Il lavoro è stato coordinato da Roberto Calugi, Responsabile dell'area Competitività delle imprese della Camera di Commercio di Milano, da Gianmarco Paglietti, Responsabile dell'ufficio Studi e Comunicazione del Consorzio camerale per il credito e la finanza e da Valentina Morelli del medesimo ufficio.

I capitoli della prima parte sono stati realizzati da:

Roberto Calugi e Gianmarco Paglietti

Valentina Morelli

Lorenzo Gai, Professore ordinario di Economia degli intermediari finanziari presso l'Università degli Studi di Firenze e Federica Ielasi, Ricercatrice di Economia degli intermediari finanziari presso l'Università degli Studi di Firenze

Chiara Carzaniga e Maria Gloria Cesarini, Ufficio Studi e Comunicazione del Consorzio camerale per il credito e la finanza

I capitoli della seconda parte sono stati realizzati sulla base dei dati e delle informazioni forniti da:

Paolo Arnaudo, Responsabile Spazio Imprese presso BCC Cherasco

Alessia Baccalaro, Head of Fixed Income Listing presso Borsa Italiana

Alessandra Bechi, Direttore Ufficio Tax & Legal e Affari Istituzionali presso AIFI

Simone Bruno, Partner presso Studio Benetti-Genolini-Bruno-Insam

Andrea Cicia, Associate presso Orrick

Andrea Crovetto, Chief Executive Officer presso Epic Sim Spa

Claudio D'Auria, Managing Partner presso Moderari srl

Paola Fico, Listed Companies Regulation Manager presso Borsa Italiana spa

Margherita Gagliardi, Junior Manager presso Moderari srl

Patrizio Messina, Managing Partner Italia presso Orrick

Gerardo Murano, Head of Financial Analysis presso ADB

Lorenzo Parrini, Partner Deloitte Financial Advisory

Carlo Ranalletta Felluga, Membro del Comitato Tecnico del Fondo Italian mini-bond

Guido Romano, responsabile Studi Economici e Relazioni Esterne presso Cerved Group

Sabrina Setini, Associate presso Orrick

che si ringraziano ancora una volta per la preziosa collaborazione e il fondamentale contributo offerto alla realizzazione del lavoro.

Un ringraziamento particolare va, infine, a Andrea Nardocci, Group Treasury and Finance Responsible di Bomi Group e a Marco Cabisto, Investor Relator & Corporate Development di Tesmec Spa.

Indice

| | |
|--|-----|
| Premessa | 3 |
| Il contesto | 5 |
| 1. Le dinamiche del credito | 7 |
| 2. La normativa di riferimento | 13 |
| 3. Mini-bond e finanza delle PMI | 19 |
| 4. La garanzia del Fondo centrale di garanzia per le PMI | 25 |
| 5. Il confronto europeo | 29 |
| Il vademecum | 35 |
| 6. Le figure chiave | 37 |
| 7. Verifichiamo i requisiti | 41 |
| 8. Cominciamo! | 45 |
| 9. I nostri adempimenti | 49 |
| 10. Affrontiamo la due diligence | 53 |
| 11. Il nostro rating | 57 |
| 12. Prepariamo i documenti | 61 |
| 13. Il momento della verità | 65 |
| 14. Andiamo in borsa | 71 |
| 15. Quanto ci costano | 79 |
| 16. Valutiamo gli aspetti fiscali | 83 |
| 17. Quando rimborsiamo? | 87 |
| Le esperienze | 91 |
| BOMI GROUP | 93 |
| TESMEC | 95 |
| I fondi | 97 |
| Il gruppo di lavoro sui mini-bond | 101 |



Premessa

In questi ultimi anni, la finanza d'impresa nel nostro Paese è stata toccata da una incisiva azione di riforma e di liberalizzazione, che si è posta l'obiettivo di stemperare un assetto sostanzialmente "banco-centrico" consolidatosi nel corso dei decenni.

In estrema sintesi, sono state create le condizioni per consentire a tutte le imprese non quotate, fra cui le PMI, di accedere direttamente al mercato dei capitali e sono stati introdotti importanti incentivi fiscali al consolidamento patrimoniale. Per indirizzare parte del risparmio nazionale di lungo periodo verso l'impiego produttivo nell'economia reale. Per attrarre qualificati investitori nazionali e internazionali verso il Corporate Italia. Per agevolare lo sviluppo di operatori finanziari professionali e indipendenti specializzati nel private debt. Per modernizzare il rapporto banca impresa arricchendolo di nuovi servizi di advisory con finalità di intermediazione verso il mercato.

Con i due Decreti Sviluppo del 2012, sono stati rimossi i principali ostacoli di natura civilistica e fiscale che di fatto precludevano alle PMI la possibilità di emettere obbligazioni per raccogliere risorse finanziarie, privandole di qualsiasi reale alternativa alla strada tradizionale dell'indebitamento bancario. In virtù di questi interventi le PMI non quotate possono oggi emettere titoli sul mercato obbligazionario, i cosiddetti "mini-bond", alle medesime condizioni delle società quotate in Borsa.

Con il Decreto Destinazione Italia del 2013 sono state poi introdotte ulteriori misure per favorire l'utilizzo dei "mini-bond" da parte delle imprese italiane e la loro diffusione fra gli investitori professionali. Nel dettaglio, è stata resa meno onerosa l'accensione di garanzie accessorie, facilitando l'emissione di obbligazioni in forma "secured". È stata favorita la costituzione di fondi specializzati o di società di cartolarizzazione per sostenere l'aggregazione e la selezione professionale di portafogli di mini-bond su cui sollecitare il mercato dei capitali. Sono state create le condizioni per incrementare strutturalmente la quota di investimenti in questa nuova asset class da parte di soggetti istituzionali come le compagnie di assicurazione, i fondi pensione e le casse di previdenza dei professionisti.

Con la conversione in legge del decreto "Destinazione Italia", il percorso normativo della riforma della finanza d'impresa può considerarsi ormai compiutamente definito, e costituisce uno dei benchmark a livello europeo.

Ora tocca a tutti i soggetti interessati, a partire dalle imprese, cogliere pienamente le opportunità offerte dalla nuova disciplina. Per farlo è necessario anche un cambiamento di tipo culturale, ma si tratta di una evoluzione ormai imprescindibile

in uno scenario in cui la solidità della struttura finanziaria dell'impresa è elemento fondante della sua stessa competitività sui mercati e in cui il tradizionale canale bancario non è più in condizione di mettere a disposizione del tessuto produttivo italiano tutte le risorse di cui ha bisogno per sostenere gli investimenti in innovazione, per consolidarsi in termini dimensionali e per rafforzare la propensione all'internazionalizzazione.

Strumenti come questa guida operativa sono molto importanti per diffondere la conoscenza della riforma e in particolare delle modalità operative attraverso le quali le PMI possono affacciarsi direttamente sul mercato, emettendo mini-bond. Ci aspettiamo che questa azione di comunicazione che vede meritoriamente in prima fila la Camera di Commercio di Milano dia al più presto tutti i suoi frutti, contribuendo alla modernizzazione del nostro sistema imprenditoriale e finanziario.

Stefano Firpo

Capo della Segreteria Tecnica del
Ministro dello Sviluppo Economico

IL C O N T E S T O

1

Roberto Calugi – Gianmarco Paglietti
Camera di Commercio di Milano - Consorzio camerale per il credito e
la finanza

1 Le dinamiche del credito

Il sistema produttivo italiano ha profondamente risentito della crisi che ormai da 7 anni condiziona l'economia dei paesi europei. E' peraltro evidente che, a livello nazionale, un peso notevole nella sua amplificazione è ascrivibile a quella che storicamente è stata la strategia di finanziamento delle imprese italiane, fortemente dipendente dal credito bancario, patrimonialmente debole e tendenzialmente chiusa a investitori esterni.

Si tratta di una caratterizzazione che si è fortemente accentuata negli ultimi decenni, favorita anche dai limiti oggettivi dell'offerta di capitali in Italia, ancor oggi caratterizzata da un mercato del private equity che stenta a decollare, da un mercato azionario poco elastico e da un mercato obbligazionario che è rimasto a lungo accessibile solo ai grandi gruppi industriali.

Questa peculiarità della nostra economia è ben esemplificata dalla tabella seguente, dove si offre un quadro d'insieme della composizione delle passività finanziarie delle imprese nei principali paesi europei.

Composizione percentuale delle passività delle aziende nel 2013

| | Azioni e simili | Debiti finanziari | Debiti commerciali | Totale passività |
|-------------|-----------------|-------------------|--------------------|------------------|
| Italia | 44,7 | 35,6 | 19,7 | 100,0 |
| Francia | 60,9 | 26,2 | 12,9 | 100,0 |
| Germania | 47,2 | 30,4 | 22,4 | 100,0 |
| Spagna | 49,9 | 37,7 | 12,4 | 100,0 |
| Zona euro | 52,8 | 33,6 | 13,6 | 100,0 |
| Regno Unito | 58,1 | 36,7 | 5,2 | 100,0 |

Elaborazioni Ufficio Studi del Consorzio camerale per il credito e la finanza su dati Banca d'Italia

Un primo dato interessante riguarda le azioni e i titoli simili. L'Italia è il paese in cui la componente azionaria presenta il peso relativo minore sul totale delle passività, collocandosi al di sotto del 45%, contro una media di circa il 53% nella zona Euro e contro il 61% della Francia. E' un dato che conferma l'ancora relativamente scarso ricorso al mercato dei capitali di rischio da parte delle nostre imprese, determinato sia da ostacoli di natura amministrativa e fiscale, che hanno in parte frenato anche l'intervento degli stessi investitori istituzionali, sia da ritrosie di carattere più strettamente culturale, legate a una diffusa diffidenza degli imprenditori, soprattutto medi e piccoli, verso ipotesi di ampliamento della compagine sociale o, ancora più, di quotazione su mercati regolamentati. E', peraltro, da evidenziare che nel corso degli ultimi anni la situazione è andata progressivamente evolvendo, non solo per la necessità di trovare soluzioni complementari ai prestiti bancari ma anche per la maggior apertura delle nuove generazioni di imprenditori verso gli strumenti di finanziamento offerti dai mercati regolamentati.

Viceversa, i debiti finanziari, composti da obbligazioni e da prestiti, rivestono per le nostre imprese un peso maggiore – sempre in rapporto alle passività finanziarie – di quello giocato nel resto della zona euro, superiore di oltre 5 punti percentuali rispetto al dato della Germania e di oltre 9 rispetto a quello francese. Regno Unito e Spagna presentano livelli di debiti finanziari simili a quelli italiani ma la loro articolazione è alquanto diversa.

Se, infatti, andiamo a fare una prima scomposizione dei debiti finanziari tra obbligazioni e prestiti, osserviamo che l'Italia presenta una quota di titoli obbligazionari nettamente superiore alla Spagna ma altrettanto nettamente inferiore al Regno Unito, ponendosi poco al di sopra della media della zona Euro. La voce relativa ai prestiti, viceversa, vede nella Spagna il paese di maggior diffusione dello strumento, mentre anche in questo caso, l'Italia si colloca poco al di

sopra della media europea ma evidenzia già un netto differenziale rispetto alla Germania e al Regno Unito (rispettivamente 4 e 5 punti percentuali) e ancor più rispetto alla Francia (oltre 11 punti percentuali).

Composizione percentuale (sul totale delle passività finanziarie) dei debiti finanziari

| | Obbligazioni | Prestiti | Totale Debiti finanziari |
|-------------|--------------|----------|--------------------------|
| Italia | 4,1 | 31,5 | 35,6 |
| Francia | 6,2 | 20,0 | 26,2 |
| Germania | 2,7 | 27,7 | 30,4 |
| Spagna | 0,6 | 37,1 | 37,7 |
| Zona euro | 3,8 | 29,8 | 33,6 |
| Regno Unito | 10,3 | 26,4 | 36,7 |

Elaborazioni Ufficio Studi del Consorzio camerale per il credito e la finanza su dati Banca d'Italia

Se disaggreghiamo ulteriormente il dato relativo ai prestiti in base ai soggetti prestatori, ovvero tra banche e altri intermediari, costituiti da società di factoring, di leasing, debiti intragruppo e debiti cartolarizzati, emerge la netta differenziazione del nostro paese anche rispetto alla Spagna. Mentre, in Italia, i prestiti di matrice bancaria rappresentano quasi il 23% delle passività complessive delle imprese, in Spagna essi superano di poco il 17% del totale e sono inferiori in volume ai prestiti concessi da altri intermediari finanziari. Se estendiamo il confronto al resto dell'Europa, osserviamo che nella zona Euro, i prestiti bancari superano di poco il 15% e scendono addirittura al 10% in Francia.

Ciò si traduce in due dati importanti: innanzitutto, i debiti bancari, in Italia, rappresentano poco meno dei tre quarti dei prestiti concessi alle imprese, contro una media di poco superiore al 51% nella zona Euro; in secondo luogo, essi rappresentano quasi i due terzi dei debiti finanziari complessivi, contro una media di poco oltre il 45% nella zona Euro e contro valori che scendono al 38% in Francia e a meno del 30% nel Regno Unito. Questi dati fanno emergere il problema cruciale che ha angustiato le nostre imprese nel corso di questi anni di credit crunch, ovvero l'elevata dipendenza dal canale bancario: non appena si sono venute a creare situazioni di stress nel mercato del credito, queste si sono immediatamente e pesantemente riflesse sull'equilibrio finanziario delle imprese.

Il dato del 72,6% e del 64,2% è ancor più significativo se si tiene conto che queste statistiche considerano la totalità delle imprese attive in Italia, comprendendo quindi anche tutte quelle aziende e quei gruppi che fanno ampio ricorso a canali complementari di finanziamento, ovvero mercati azionari e obbligazionari. Ciò significa che la dipendenza dal canale bancario è ancor più marcata per le aziende di minori dimensioni a cui sono state di fatto precluse finora alternative credibili.

Composizione percentuale (sul totale delle passività finanziarie) dei prestiti delle imprese

| | Banche | Altri soggetti | Totale Prestiti | Debiti bancari/ Prestiti | Debiti bancari/ Debiti finanziari |
|-------------|--------|----------------|-----------------|-----------------------------|--------------------------------------|
| Italia | 22,9 | 8,6 | 31,5 | 72,6 | 64,2 |
| Francia | 10,0 | 10,0 | 20,0 | 50,2 | 38,3 |
| Germania | 15,5 | 12,2 | 27,7 | 55,9 | 50,9 |
| Spagna | 17,4 | 19,7 | 37,1 | 46,9 | 46,2 |
| Zona euro | 15,3 | 14,5 | 29,8 | 51,3 | 45,5 |
| Regno Unito | 10,9 | 15,5 | 26,4 | 41,1 | 29,6 |

Elaborazioni Ufficio Studi del Consorzio camerale per il credito e la finanza su dati Banca d'Italia

Un secondo importante fattore di criticità è legato alla scarsa patrimonializzazione delle nostre imprese che emerge con chiarezza confrontando il leverage, ovvero il rapporto tra debiti finanziari e somma degli stessi con il patrimonio, delle imprese italiane con quello registrato negli altri principali paesi europei. In Italia, il rapporto, seppur in diminuzione di oltre 2 punti percentuali rispetto al 2012, si attesta comunque al 44,4%, contro il 39% della zona Euro e il 30% della Francia. Sulla base di una indagine svolta sui bilanci di 900.000 società di capitali, la Banca d'Italia ha stimato che, per allineare il leverage delle società italiane a quello delle società della zona Euro, a parità di risorse complessive, sarebbe necessario sostituire con patrimonio un ammontare di debiti finanziari prossimo a 200 miliardi di euro.

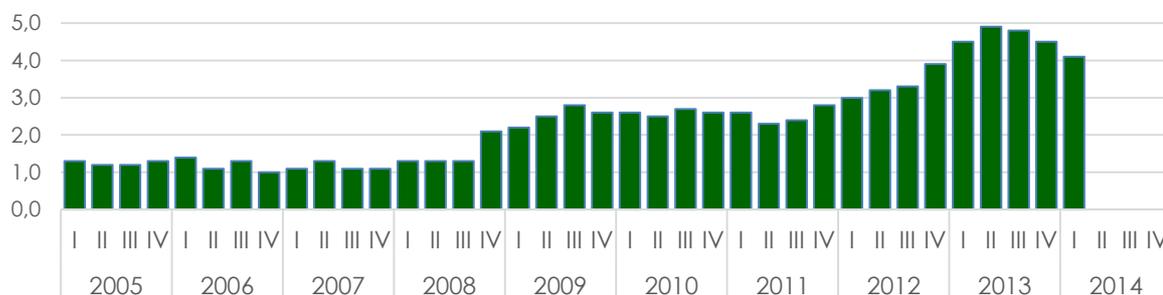
Il leverage a confronto

| | |
|-------------|------|
| Italia | 44,4 |
| Francia | 30,2 |
| Germania | 39,2 |
| Spagna | 43,0 |
| Zona euro | 38,9 |
| Regno Unito | 38,7 |

Elaborazioni Ufficio Studi del Consorzio camerale per il credito e la finanza su dati Banca d'Italia

Le tensioni venutesi a creare nella gestione finanziaria delle imprese non potevano non riflettersi sulla qualità generale del credito. Alla fine del 2013, il tasso di nuove sofferenze sui prestiti concessi alle imprese era pari al 4,5%, in leggera flessione rispetto ai trimestri precedenti e in controtendenza rispetto al trend degli ultimi due anni. Nei primi mesi del 2014 sono stati confermati i segnali di miglioramento: in marzo il flusso annualizzato di nuove sofferenze rettificato era pari al 4,1%, mentre l'ammontare di finanziamenti deteriorati, pari a 239 miliardi, ha raggiunto il 25,9% dei crediti in essere.

Flussi % di nuove sofferenze delle imprese in rapporto ai volumi di crediti concessi

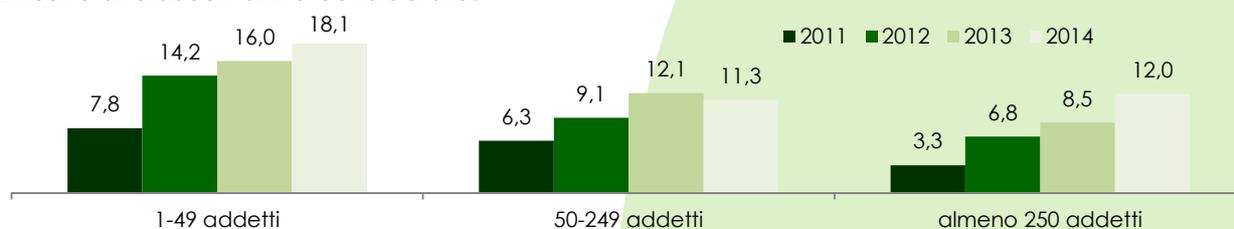


Elaborazioni dell'Ufficio Studi del Consorzio camerale per il credito e la finanza su dati Banca d'Italia

Il peggioramento della qualità del credito, unito all'irrigidimento dei parametri di patrimonializzazione imposto dalle autorità europee, ha contribuito ad accentuare un fenomeno di restrizione del credito bancario che ha assunto, nel corso degli anni, le connotazioni di un vero e proprio credit crunch. Sulla riduzione delle erogazioni, però, hanno inciso due fenomeni complementari: da un lato, l'effettiva restrizione dell'offerta da parte delle banche ma, dall'altro, anche una riduzione della domanda da parte delle imprese, derivante sia da minori investimenti sia da un maggior ricorso al mercato obbligazionario.

Può essere interessante osservare i risultati dell'indagine che Banca d'Italia svolge periodicamente presso un campione di imprese sul tema del credit crunch, da cui risulta che, in media, oltre un'azienda su dieci ha provato a richiedere prestiti alle banche ricevendone un rifiuto. Come evidenziato dal grafico, l'incidenza di rifiuti tra le imprese con meno di 50 addetti supera il 18% ma anche tra le imprese maggiori non scende sotto il 12%.

Quota percentuale di imprese che hanno richiesto finanziamenti ricevendo rifiuti nel primo trimestre di ciascun anno considerato.

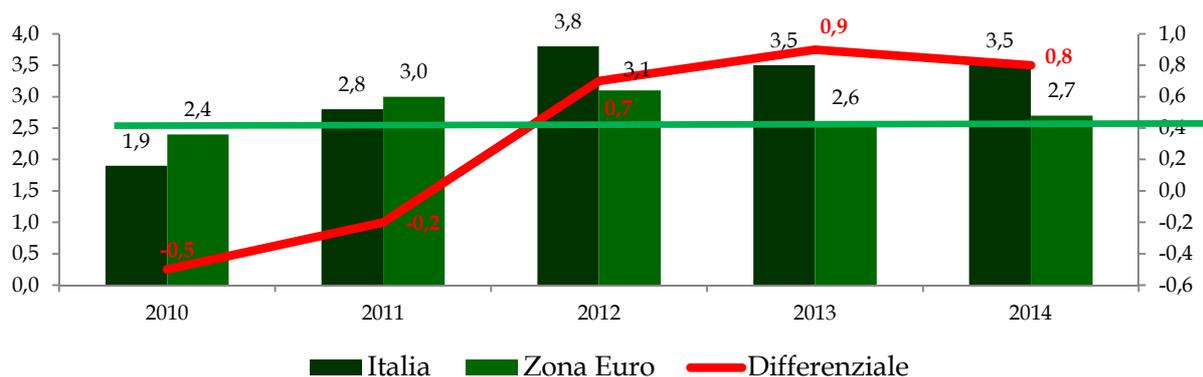


Elaborazioni Ufficio Studi del Consorzio camerale per il credito e la finanza su dati Banca d'Italia

Non va, d'altra parte, dimenticato un altro elemento di riflessione, relativo al differenziale di tassi tra l'Italia e il resto della zona Euro. In particolare, come si può osservare nel grafico successivo, tra il 2011

e il 2012 si è registrata una inversione di tendenza nella dinamica del mercato in conseguenza della quale le imprese italiane, che fino a quel momento sostenevano tassi di interesse sui prestiti mediamente inferiori alle realtà estere, dal 2012 si sono viste applicare tassi superiori a quelli imposti ai loro concorrenti di oltre frontiera, andando così a scontare un gap competitivo anche sotto il profilo del costo del credito.

Tassi di interesse medi complessivi sui prestiti alle imprese (istogrammi e scala di sinistra) e differenziale di tassi (linea rossa e scala di destra) tra Italia e zona Euro.



Elaborazioni Ufficio Studi del Consorzio camerale per il credito e la finanza su dati Banca d'Italia

Come si è detto, la riduzione della domanda di credito proveniente dalle imprese, soprattutto medio-grandi, è dipesa, in parte, anche dalle loro strategie di finanziamento che hanno fatto registrare, nel corso degli ultimi mesi, una preferenza per il canale obbligazionario. Nel 2013, le emissioni lorde di obbligazioni hanno superato i 39 miliardi di euro, contro i circa 37 dell'anno precedente. Le dimensioni notevoli delle tradizionali emissioni obbligazionarie, i costi da sostenere e una normativa fiscale penalizzante per le imprese non quotate hanno sempre tagliato fuori da questo canale di finanziamento le imprese di dimensioni piccole e medie, tanto da renderlo quasi un segmento di nicchia che, ancora nel 2013, rappresentava poco più dell'11% dei debiti finanziari complessivi delle imprese italiane.

Proprio per favorire lo sviluppo di questo strumento di finanziamento e la sua diffusione tra le imprese di medie dimensioni, il Governo ha adottato nel corso degli ultimi anni una serie di provvedimenti che hanno rimosso i limiti, fiscali e amministrativi, che finora avevano frenato la crescita del mercato. Ne è conseguita una graduale diffusione dei mini-bond e delle cambiali finanziarie anche tra le PMI più strutturate, per le quali Borsa Italiana ha creato un segmento ad hoc del mercato ExtraMOT dove poter negoziare i relativi titoli di debito.

Valentina Morelli
Consorzio camerale per il credito e la finanza

2 La normativa di riferimento

La perdurante fase di restrizione dell'accesso al credito e l'elevata dipendenza finanziaria delle imprese italiane dal canale bancario hanno spinto il nostro legislatore a rivedere l'impianto normativo che disciplina uno dei possibili strumenti finanziari, complementari ai prestiti bancari, a disposizione delle imprese: i "mini-bond".

Il termine "mini-bond" esprime il chiaro intento della normativa di incentivare l'emissione di obbligazioni, anche di piccolo taglio, da parte di piccole e medie imprese, ampliando la platea degli emittenti che finora era stata ristretta alle imprese quotate.

Solitamente si definiscono i mini-bond come "nuovi strumenti finanziari": in realtà questa tipologia di obbligazioni era già prevista dalla normativa, che però è stata notevolmente riformata estendendo, tra l'altro, i benefici fiscali e civilistici previsti per le società quotate a quelle non quotate.

I provvedimenti che hanno riformato e semplificato la disciplina degli strumenti di finanziamento per l'attività di impresa sono, in ordine cronologico, il Decreto Sviluppo¹, il Decreto Sviluppo bis², il Decreto Destinazione Italia³ e il Decreto Crescita e Competitività⁴.

I destinatari della riforma sono le società non quotate, diverse dalle banche e dalle microimprese.

Decreto Sviluppo e Sviluppo bis

I decreti saranno analizzati in questo paragrafo in relazione a due novità:

- *Rimozione dei limiti quantitativi civilistici all'emissione delle obbligazioni*
- *Vantaggi fiscali a favore degli emittenti e degli investitori in mini-bond.*

Come è noto, le obbligazioni di medio-lungo periodo sono disciplinate dal Libro V, Titolo V, Sezione VII del Codice Civile, che comprende gli articoli 2410-2422. In particolare, l'art. 2411 definisce le obbligazioni, specificandone la peculiarità principale che le fa differire dalle azioni, ossia il diritto in capo al sottoscrittore alla restituzione del capitale e agli interessi.

Il successivo art. 2412⁵ stabilisce dei limiti all'emissione di obbligazioni da parte delle Spa, prevedendo che l'emittente "può emettere obbligazioni al portatore o nominative per una somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato". Tale limite "può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono sottoscritte da investitori professionali⁶".

Nella previgente disciplina, le disposizioni sopra enunciate potevano essere disapplicate esclusivamente in caso di emissioni di obbligazioni da parte di società le cui azioni fossero quotate⁷. Si trattava dunque di un beneficio destinato alle sole imprese quotate che, generalmente, nel nostro Paese, corrispondono a imprese di grandi dimensioni.

L'art. 32 del Decreto Sviluppo ha esteso la possibilità di emettere obbligazioni superiori al doppio del patrimonio netto a tutte le società non quotate, diverse dalle banche e dalle micro-imprese, che "emettono obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati

¹ Decreto legge del 22 giugno 2012, n. 83, come modificato dalla legge di conversione del 7 agosto 2012, n. 134.

² Decreto legge del 18 ottobre 2012, n. 179, come modificato dalla legge di conversione del 17 dicembre 2012, n. 221.

³ Decreto legge del 23 dicembre 2013, n. 145, come modificato dalla legge di conversione del 21 febbraio 2014, n. 9.

⁴ Decreto legge del 24 giugno 2014, n. 91, come modificato dalla legge di conversione del 11 agosto 2014, n. 116.

⁵ Cfr. art. 2412, comma 1 del Codice Civile.

⁶ Cfr. art. 2412, comma 2 del Codice Civile.

⁷ Cfr. art. 2412, comma 5 del Codice Civile.

regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione⁸". Si tratta di una novità di estrema rilevanza in quanto elimina il vincolo legale che impediva, di fatto, alle imprese non quotate di emettere obbligazioni per un ammontare sufficiente a finanziare progetti di sviluppo e crescita. Le novità riguardano esplicitamente le s.p.a. ma, interessano, di fatto, anche le s.r.l. che, secondo quanto previsto dall'art. 2483 del Codice Civile, possono emettere, purché previsto da statuto, titoli di debito destinati esclusivamente ad investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale. Di conseguenza, anche tali titoli di debito potranno beneficiare della disciplina fiscale di favore sotto descritta.

Vantaggi fiscali per gli emittenti

Secondo i nuovi dettami normativi⁹, le società non emittenti azioni quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi UE o SEE "white List"¹⁰, possono dedurre gli interessi passivi¹¹ nei limiti previsti dalla normativa a condizione che i mini-bond siano:

- negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi UE o SEE "white List"
- oppure
- detenuti da investitori professionali che non detengano, direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, più del 2% del capitale o del patrimonio dell'emittente.

Si tratta di un vantaggio importante, considerato che in passato la piena deducibilità degli interessi passivi si applicava esclusivamente alle obbligazioni emesse da banche, società per azioni quotate ed enti pubblici economici trasformati in società per azioni.

Il Decreto Sviluppo prevede, inoltre, che le spese di emissione (tra cui, compensi per advisor, società di rating, arranger) siano deducibili nell'esercizio in cui sono sostenute indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio¹².

⁸ Cfr. art. 32, comma 26 del Decreto Sviluppo.

⁹ Cfr. art. 36, comma 3 a del Decreto Sviluppo bis.

¹⁰ Elenco degli Stati con i quali è attuabile lo scambio di informazioni ai sensi delle convenzioni per evitare le doppie imposizioni sul reddito in vigore con la Repubblica italiana definito dal decreto ministeriale 4 settembre 1996 e successive modifiche.

¹¹ In ogni caso, ai sensi dell'art. 96 del Testo Unico sulle Imposte sui Redditi, gli interessi passivi sono deducibili nei limiti del 30% del Risultato Operativo Lordo.

¹² Cfr. art. 32, comma 13 del Decreto Sviluppo.

Vantaggi fiscali per gli investitori

Prima dell'emanazione dei Decreti Sviluppo, l'esenzione dalla ritenuta d'acconto sugli interessi e altri proventi di strumenti finanziari si applicava esclusivamente alle obbligazioni emesse da banche, società quotate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi UE o SEE "white list" ed enti pubblici economici trasformati in società per azioni. La nuova normativa sopra citata ha, invece, esteso il regime agevolativo alle obbligazioni emesse dalle società non quotate, a condizione che i titoli siano negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi UE o SEE "white list"¹³.

Decreto Destinazione Italia

Il percorso normativo dei mini-bond è proseguito con il Decreto Destinazione Italia volto ad accrescere la diffusione del mercato sia attraverso l'incremento dei soggetti ammissibili alla sottoscrizione dei titoli sia attraverso l'introduzione di agevolazioni fiscali per gli stessi sottoscrittori. Nello specifico, rilevano tre principali novità:

- estensione dell'ambito di applicazione della cartolarizzazione alle obbligazioni e titoli simili: l'art. 12, comma 1, prevede infatti la possibilità di applicare le disposizioni di cui alla legge 130/1999 alle operazioni di cartolarizzazione avvenute tramite la sottoscrizione di obbligazioni e titoli simili. In passato le società veicolo potevano soltanto acquistare tali titoli senza poterli sottoscrivere direttamente in fase di prima emissione;
- ampliamento della platea dei possibili investitori in mini-bond: possono investire in titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione, anche non destinati ad essere negoziati in un mercato regolamentare o in sistemi multilaterali di negoziazione e anche privi di valutazione del merito di credito, sia le imprese di assicurazione, andando a costituire attivi ammessi a copertura delle riserve tecniche, sia i fondi pensione;
- agevolazioni fiscali per i fondi comuni di investimento: è prevista l'esenzione dalla ritenuta d'acconto del 26%¹⁴ sugli interessi e proventi relativi a obbligazioni, titoli simili e cambiali finanziarie corrisposti a organismi di investimento collettivo, partecipati esclusivamente da investitori qualificati, il cui patrimonio sia investito prevalentemente in tali titoli.

¹³ Cfr. art. 36, comma 3 b del Decreto Sviluppo bis, art. 36, comma 3 b.

¹⁴ Il Decreto Legge n. 66 del 24 aprile 2014, dispone, a decorrere dall'1 luglio 2014, l'innalzamento generalizzato dal 20% al 26% dell'aliquota delle ritenute e delle imposte sostitutive sui redditi di natura finanziaria.

Decreto Crescita e Competitività

Il Decreto Crescita ha introdotto due misure volte a rendere maggiormente appetibile il mercato dei mini-bond agli occhi degli investitori, che consistono nella:

- disapplicazione della ritenuta del 26% agli interessi e ai proventi derivanti da obbligazioni e titoli simili e cambiali finanziarie non negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, detenuti da investitori qualificati¹⁵.

Si tratta di una novità rilevante in quanto permette che venga disapplicata la ritenuta del 26% non solo quando i titoli siano negoziati in un mercato regolamentato, così come previsto dai Decreti Sviluppo, ma anche quando non sono negoziati nei mercati sopra citati, purchè detenuti da uno o più investitori qualificati.

- Disapplicazione della ritenuta del 26% agli interessi e ai proventi da obbligazioni e titoli simili e cambiali finanziarie corrisposti a organismi di investimento collettivo del risparmio e società per la cartolarizzazione dei crediti¹⁶.

Gli organismi di investimento collettivo devono essere istituiti in Italia o in uno Stato membro dell'Unione europea e il relativo patrimonio deve essere investito in misura superiore al 50% in tali titoli e le quote devono essere detenute esclusivamente da investitori qualificati. Allo stesso modo, la ritenuta non si applica agli interessi e altri proventi corrisposti a società per la cartolarizzazione dei crediti, emittenti titoli detenuti da investitori qualificati e il cui patrimonio sia investito per oltre il 50% in tali obbligazioni.

¹⁵ Cfr. art. 21, comma 1 del Decreto Crescita.

¹⁶ Cfr. art. 21, comma 2 del Decreto Crescita.

Lorenzo Gai – Federica Ielasi
Università degli Studi di Firenze

3 Mini-bond e finanza delle PMI

Il principale obiettivo che un'impresa si propone quando decide di ricorrere ai mini-bond è quello di raccogliere nuove risorse finanziarie, realizzando una diversificazione delle proprie fonti di finanziamento a titolo di debito. Come si è avuto modo di affermare nel primo capitolo, la struttura finanziaria delle imprese italiane soffre di alcuni squilibri strutturali, tra cui l'eccessiva dipendenza dai prestiti bancari. Tale condizione rende la diversificazione dei debiti un obiettivo di importanza strategica per le nostre imprese.

Nel seguito si analizzeranno le possibili forme di copertura del fabbisogno finanziario delle imprese, al fine di comprendere le dinamiche che caratterizzano ciascuna potenziale fonte di finanziamento e verificare i potenziali vantaggi derivanti dal ricorso ai mini-bond.

L'*autofinanziamento* deriva dagli avanzi positivi di cassa prodotti dalla gestione aziendale. Le disponibilità monetarie generate dall'*autofinanziamento* sono da anni modeste, per due principali ordini di motivi. In primo luogo, il calo della domanda, interna ed internazionale, di beni di consumo e intermedi, ha prodotto per le imprese un calo generalizzato dei volumi di attività, quindi dei ricavi di vendita, cui si è affiancato un incremento della pressione fiscale. In secondo luogo, il ciclo monetario del capitale circolante si è recentemente allungato in misura sensibile: si è ampliata la quota di clientela, sia privata che pubblica, che paga con dilazioni temporali molto lunghe o che manifesta situazioni di inesigibilità, a fronte di un sempre più diffuso irrigidimento delle condizioni di vendita imposte dai fornitori. La gestione operativa d'impresa assorbe così cassa invece di produrne e, di conseguenza, l'*autofinanziamento* non rappresenta più una fonte stabile di copertura dei fabbisogni finanziari aziendali.

I *capitali propri*, a titolo di rischio, possono derivare dall'immissione di denaro fresco in azienda da parte dei soci. Tale fonte di finanziamento è tipicamente considerata di carattere straordinario. In Italia, infatti, anche per motivi di ordine fiscale, prevale il modello "famiglia ricca-impresa povera", che comporta una limitata capitalizzazione dell'impresa, a fronte di una "iper-capitalizzazione" dell'imprenditore e dei familiari. Le recenti riforme tributarie hanno solo parzialmente modificato l'orientamento verso tale modello.

La *dismissione di asset patrimoniali* riguarda prevalentemente titoli finanziari e immobilizzazioni non strategiche, la cui dismissione non comporta effetti negativi sulle capacità produttive e commerciali dell'impresa. È evidente come tali fonti di finanziamento risultino di natura straordinaria.

I *finanziamenti pubblici* risultano di ammontare sempre più limitato, a causa dei vincoli di bilancio stringenti e delle politiche di spending review adottate. Più severe, inoltre, sono le condizioni di accesso a tali finanziamenti. Anche per migliorare l'effetto leva degli interventi pubblici, a fronte di una contrazione dei finanziamenti diretti, si assiste ad un incremento dei fondi pubblici di garanzia di prestiti concessi dal sistema finanziario.

I *finanziamenti infragruppo* sono scarsamente diffusi nel contesto italiano. Circa i tre quarti delle PMI nazionali sono caratterizzate da soci rappresentati da persone fisiche. Il controllo di gruppo, infatti, che prevede una holding o una sub-holding, è presente solamente nel 10% delle piccole imprese italiane e in circa il 15% di quelle medie.

I *mercati finanziari dei capitali di rischio* nel nostro Paese sono, da sempre, assai modesti, sebbene si stia assistendo a una limitata crescita degli stessi. La causa è principalmente da ricercarsi nei modelli di governance prevalenti nelle PMI italiane.

Oltre la metà delle stesse è caratterizzata da un controllo di tipo familiare, dove la maggioranza del capitale è detenuta da soci che presentano tra loro vincoli di parentela; circa un quarto delle PMI presenta poi un controllo di tipo assoluto, esercitato da un unico soggetto privato. Tali condizioni rendono i soci di controllo tipicamente avversi all'apertura del capitale di rischio a soggetti esterni all'impresa. In Italia, inoltre, stentano a decollare i comparti del private equity e del venture capital, anche a causa di un sistema fiscale e amministrativo ancora poco incentivante.

Per quanto riguarda i *mercati dei capitali di debito*, occorre evidenziare come le obbligazioni societarie (corporate bond) in Italia siano da sempre uno strumento riservato ai grandi emittenti. Dal 2009 al 2013 i collocamenti sono ammontati in media a oltre 30 miliardi annui, contro i circa 19 miliardi medi annui del periodo pre-crisi. Tuttavia, l'aumento dei collocamenti è riconducibile a poche grandi aziende, mentre sono calati l'ammontare e il numero di emissioni da parte di imprese di piccola e media dimensione. Le difficoltà che queste imprese ancora incontrano nell'affacciarsi a tali mercati sono prevalentemente ascrivibili al basso grado di liquidità e all'elevata onerosità degli strumenti obbligazionari, riconducibili agli importi non elevati delle singole emissioni e alle difficoltà nell'ottenimento di un adeguato giudizio sul proprio merito creditizio. I vantaggi offerti dai mini-bond, successivamente evidenziati, hanno finora attenuato solo parzialmente tali difficoltà.

I *finanziamenti bancari* rappresentano la quota assolutamente più rilevante dei debiti finanziari delle imprese italiane. Queste mostrano quindi una dipendenza dal sistema bancario decisamente più accentuata rispetto a quanto registrato nella zona Euro, come evidenziato nel primo capitolo.

I rischi insiti nel ricorso al canale bancario

L'elevata dipendenza delle imprese dai canali bancari comporta alcuni rischi rilevanti:

- possibile attivazione di meccanismi pro-ciclici. Nelle fasi negative del ciclo aumenta la quota di imprese che incontra difficoltà nel rimborso dei prestiti, con conseguenze negative sui bilanci delle banche. A sua volta l'aumento dei rischi bancari e dei connessi requisiti di patrimonializzazione induce le banche a politiche di offerta più prudenti, in grado di accrescere ulteriormente le difficoltà delle imprese, avviando così un circolo vizioso;
- potenziale difficoltà di copertura del fabbisogno finanziario nei periodi di razionamento dei prestiti, dovuto anche ad elementi estranei all'impresa. Anche in assenza di un incremento dei rischi aziendali, la forte dipendenza dalle banche espone le imprese alle incerte dinamiche del mercato del credito;
- forte dipendenza dalle prassi consolidate dei finanziamenti bancari, che vedono una quota elevata di prestiti a breve termine e un ampio ricorso alle garanzie, pubbliche e private;

- possibili ripercussioni negative in termini di competitività sui mercati internazionali. Da un paio di anni, infatti, a differenza dei periodi precedenti, i tassi di interesse bancari sui finanziamenti alle imprese risultano in Italia mediamente più elevati rispetto a quelli medi pagati nella zona Euro.

I vantaggi offerti dai mini-bond...

Il ricorso ai mini-bond può, quindi, consentire un importante miglioramento nella gestione finanziaria delle imprese, legato ad una più elevata diversificazione del debito e ad una conseguente attenuazione dei rischi connessi alla forte dipendenza dai canali bancari.

Uno dei principali vantaggi offerti dai mini-bond è rappresentato dall'opportunità di sostenere periodicamente, durante la vita del prestito, l'esborso dei soli interessi sul finanziamento ottenuto, evitando all'impresa ingenti uscite di cassa nel periodo in cui gli investimenti realizzati non hanno ancora generato adeguata liquidità. Le forme tradizionali di finanziamento bancario, al contrario, non risultano tipicamente di tipo bullet e prevedono, già dalle fasi iniziali di vita del prestito, il pagamento di rate comprensive sia di una quota interessi che di una quota capitale.

I mini-bond, inoltre, potendo essere emessi solamente con scadenza medio-lunga, consentono un allungamento della durata media delle fonti di finanziamento delle imprese. Tale allungamento può di conseguenza generare una maggiore coerenza tra la scadenza media dell'attivo patrimoniale e la durata media del passivo, con un generale miglioramento degli indici di bilancio che misurano la coerenza tra la liquidità degli investimenti e il grado di esigibilità delle fonti di finanziamento. Nel complesso, i mini-bond garantiscono all'impresa stabilità del credito per un periodo medio-lungo, senza il rischio di richieste anticipate di rientro dalle linee di fido.

Il miglioramento degli equilibri patrimoniali e finanziari d'impresa potrebbe successivamente portare a più favorevoli valutazioni del merito creditizio aziendale da parte del sistema bancario. Gli indici di liquidità e di struttura finanziaria delle imprese rappresentano elementi importanti nell'area di valutazione del bilancio aziendale nell'ambito dei modelli di rating interno delle banche. Il ricorso ai mini-bond può consentire alle imprese di presentarsi più affidabili nei confronti del sistema bancario, con un potenziale miglioramento del giudizio di rating ad esse attribuito e un conseguente incremento delle potenzialità di accesso ai canali bancari, a prezzi potenzialmente più contenuti.

I recenti interventi legislativi (Decreto Crescita, Decreto Crescita bis e Decreto Destinazione Italia) hanno inoltre eliminato alcuni svantaggi, soprattutto di natura fiscale, che l'emissione di prestiti obbligazionari da parte di società non quotate presentava rispetto al ricorso ai tradizionali finanziamenti bancari.

In primo luogo, occorre citare la possibilità di deduzione dal reddito d'impresa degli interessi passivi sui prestiti. All'emissione di mini-bond, infatti, risulta ora applicabile, al pari dei finanziamenti bancari, esclusivamente l'art. 96 del TUIR, che prevede un limite annuo di deducibilità degli interessi passivi nella misura del 30% del Reddito Operativo Lordo dell'emittente, dopo la compensazione con eventuali interessi attivi e proventi assimilati.

Tale possibilità, tuttavia, è prevista solamente per le obbligazioni negoziate su mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione. In alternativa, le obbligazioni non quotate devono essere sottoscritte da investitori qualificati che non detengano più del 2% del capitale dell'emittente e il beneficiario effettivo dei proventi deve essere residente in Italia o in Stati che garantiscano lo scambio di informazioni con il fisco italiano. Per i mini-bond che non rispettano tali condizioni rimangono applicabili le previsioni normative che prevedono limiti di deducibilità degli interessi passivi decisamente più penalizzanti, soprattutto nell'attuale periodo di tassi di mercato particolarmente contenuti.

Per quanto concerne i costi di emissione dei mini-bond, essi sono deducibili nell'esercizio in cui sono sostenuti dal punto di vista finanziario, indipendentemente dal criterio di iscrizione in bilancio. Dal punto di vista fiscale, inoltre, l'imposizione indiretta in caso di offerta di garanzie ipotecarie a copertura di un prestito obbligazionario è stata resa omogenea all'ipotesi di ricorso al canale bancario. Tale previsione rende meno onerosa la concessione di una garanzia ipotecaria in caso di emissione di mini-bond e favorisce quindi l'emissione di titoli caratterizzati da un più basso profilo di rischio-rendimento, ossia da costi finanziari più contenuti per l'emittente.

Oltre alle previsioni normative volte a favorire gli emittenti, sono infine state introdotte particolari agevolazioni in grado di rendere lo strumento dei mini-bond appetibile per gli investitori, in modo da creare un'effettiva domanda di mercato per tali titoli. In primo luogo, il Decreto Sviluppo ha esteso alle società non quotate il regime di esenzione dalla ritenuta alla fonte su interessi ed altri proventi, a beneficio di investitori istituzionali italiani e di investitori esteri residenti in Paesi che scambiano informazioni con il fisco italiano. L'esenzione dal regime della ritenuta è prevista per gli interessi dei mini-bond corrisposti a organismi di investimento collettivo del risparmio le cui quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati e il cui patrimonio sia investito prevalentemente in tali obbligazioni. Viene così incentivato lo sviluppo di fondi destinati alla sottoscrizione di mini-bond.

Allo stesso modo, altre previsioni normative prevedono agevolazioni per l'investimento in tali titoli da parte di banche, compagnie di assicurazioni e fondi pensione. I mini-bond, infatti, possono essere inclusi tra gli attivi oggetto di cartolarizzazione, possono costituire oggetto di investimento degli attivi ammessi a copertura delle riserve tecniche delle assicurazioni, possono essere impiegati come

garanzia dei covered bond strutturati dalle banche e sono compatibili con i limiti di investimento dei fondi pensione.

...e le criticità

Lo strumento non è, ovviamente, esente da rischi e potenziali svantaggi per le imprese. Il ricorso ai mercati finanziari, attraverso l'emissione di mini-bond, comporta prima di tutto un aumento della trasparenza non solo sui bilanci ma anche sui progetti che si intendono finanziare e sui risultati che si vogliono raggiungere. L'elevata illiquidità che caratterizzerà presumibilmente i mini-bond, infatti, comporta per gli investitori coinvolti l'esigenza di un'approfondita attività di due diligence sulla PMI da finanziare, che presuppone una forte interazione con la stessa, per una valutazione articolata che tenga conto del settore, del posizionamento competitivo, della corporate governance, della strategia, della struttura del capitale, degli equilibri economico-patrimoniali-finanziari storici e prospettici.

Occorre poi valutare con attenzione i costi legati tanto all'analisi di fattibilità dell'operazione, quanto alla gestione dell'emissione. Agli oneri relativi ai diversi soggetti coinvolti (consulenti interni, advisor, società di revisione, arranger, credit fund...) potranno inoltre aggiungersi i costi dell'eventuale quotazione su mercati regolamentati. A tale proposito, è possibile sottolineare come il comparto ExtraMOTPRO attivato da Borsa italiana preveda listing fees particolarmente economiche per le PMI.

In linea generale, è evidente come l'impresa non possa direttamente confrontare il tasso di interesse applicato sui prestiti bancari con quello stimato per il collocamento dei mini-bond. Per la valutazione dell'impatto economico dello strumento sulla gestione finanziaria delle imprese occorre adottare modelli di valutazione finanziaria in grado di confrontare adeguatamente i costi di diverse forme di finanziamento, al netto della relativa imposizione fiscale.

Oltre ai costi, l'impresa deve valutare i tempi potenziali di attivazione delle diverse operazioni. Il ricorso ai mercati finanziari comporta, infatti, generalmente un allungamento dei tempi necessari alla raccolta dei capitali, rispetto a quelli richiesti per l'erogazione dei finanziamenti bancari. Nel complesso, è possibile evidenziare come i mini-bond non rappresentino uno strumento adatto a tutte le imprese, a differenza dei prestiti bancari. Questo deriva anche dal target degli investitori potenzialmente interessati allo strumento.

Come dimostrano le prime esperienze realizzate in Italia, infatti, i mini-bond prevedono una taglia dimensionale di alcuni milioni di euro, affinché gli stessi siano appetibili per il mercato, soprattutto degli investitori esteri. Tale vincolo potrebbe essere superato dai cosiddetti "mini-bond di filiera", che potrebbero aggregare i fabbisogni di più imprese nell'ambito di un'unica emissione. Un'altra soluzione in grado di aumentare la dimensione e la liquidità del mercato dei mini-bond può essere rappresentata dalla costituzione di credit funds nella forma di fondi chiusi.

Chiara Carzaniga

Consorzio camerale per il credito e la finanza

4 La garanzia del Fondo Centrale

Con la modifica delle disposizioni operative del Fondo Centrale di garanzia per le PMI si è concluso l'ultimo passaggio necessario a rendere attuativa la norma, prevista dal piano "Destinazione Italia", che estende l'operatività del Fondo Centrale alle obbligazioni emesse da PMI. Il piano "Destinazione Italia", nell'ambito delle misure per lo sviluppo delle imprese, ha previsto, infatti, la possibilità che la garanzia del Fondo Centrale sia concessa anche in favore delle società di gestione del risparmio che, in nome e per conto di fondi comuni di investimento da esse gestiti, sottoscrivano obbligazioni o titoli simili emessi da piccole e medie imprese. La garanzia del Fondo Centrale interviene sia con riferimento alle singole operazioni di sottoscrizione di mini-bond, sia per i portafogli di mini-bond. L'intento del legislatore è stato sicuramente quello di estendere il raggio di azione di uno strumento quale il Fondo Centrale di garanzia che negli ultimi anni è stato caratterizzato da un'operatività crescente, ma anche quello di incentivare il ricorso all'emissione di obbligazioni da parte di imprese di piccole e medie dimensioni.

A partire dal giugno del 2014, si è data attuazione alla norma che consente il rilascio della garanzia diretta del Fondo Centrale sui mini-bond e sono stati definiti i requisiti e le caratteristiche delle operazioni ammissibili, le modalità di concessione della garanzia e i criteri di selezione, aspetti che verranno approfonditi in seguito. La norma ha stabilito anche l'ammontare massimo delle disponibilità finanziarie del Fondo Centrale che saranno destinate al rilascio della garanzia su operazioni di sottoscrizione di mini-bond e su portafogli di mini-bond.

La possibilità di ricorrere alla garanzia del Fondo Centrale costituisce un grande vantaggio per i sottoscrittori di obbligazioni sia con riferimento alla riduzione dei rischi che la presenza della garanzia comporta, sia in termini di riduzione dell'assorbimento patrimoniale qualora essi siano soggetti sottoposti alla vigilanza prudenziale di Banca d'Italia.

| | |
|----------------------|---|
| I beneficiari | La garanzia può essere richiesta da: banche, intermediari finanziari e gestori. |
| Le risorse | Le risorse a disposizione per gli accantonamenti a copertura delle emissioni possono arrivare fino a un massimo di 50 milioni di euro, ma potranno essere raddoppiate su proposta del Comitato di gestione del Fondo Centrale in base all'andamento delle operazioni. Il 40% di queste risorse sarà utilizzabile per erogare garanzie su singole emissioni di mini-bond e il 60% per coprire il rischio legato alla costruzione di portafogli obbligazionari. |
| I requisiti | <p>Ai fini dell'ammissibilità i mini-bond devono:</p> <ul style="list-style-type: none"> - essere finalizzati al finanziamento dell'attività d'impresa; - non avere ad oggetto la sostituzione di linee di credito già erogate al soggetto beneficiario finale; - essere sottoscritti dopo l'accoglimento della richiesta di garanzia da parte del Fondo Centrale; - avere una durata compresa tra 36 e 120 mesi (per le operazioni su portafogli di mini-bond può essere previsto un periodo di ammortamento, la cui durata non può superare il periodo che intercorre tra la data di sottoscrizione del mini-bond e la data di chiusura del portafoglio di mini-bond); - non essere assistiti da altre garanzie, reali o assicurative, per la quota coperta dalla garanzia del Fondo Centrale. |

La garanzia del Fondo Centrale interviene sia con riferimento alle singole operazioni di sottoscrizione di mini-bond, sia per i portafogli di mini-bond.

Garanzia su singola operazione di sottoscrizione di mini-bond

Per le singole operazioni di sottoscrizione di mini-bond l'importo massimo garantibile per singola impresa è pari a 1,5 milioni di euro e la copertura può arrivare fino al 50% del valore nominale del mini-bond nel caso di rimborso a rate (amortising mini-bond) e fino al 30% del valore nominale del mini-bond in caso di rimborso unico a scadenza (bullet mini-bond). L'ammissibilità alla garanzia del Fondo Centrale è soggetta a una valutazione del beneficiario finale sulla base di specifici modelli di scoring e al pagamento, da parte del soggetto richiedente (banca, intermediario finanziario o gestore), di una commissione "una tantum" in misura pari all'1% dell'importo garantito, da versare entro 30 giorni dalla delibera positiva di concessione della garanzia.

Garanzia su portafogli di mini-bond

Nel caso di portafogli di mini-bond, la garanzia del Fondo Centrale viene concessa a condizione che le singole operazioni non superino il 3% del valore nominale complessivo dei titoli che compongono il portafoglio, che dovrà essere compreso tra i 50 e i 300 milioni di euro. La garanzia potrà arrivare fino all'80% della tranche junior del portafoglio a condizione che non ecceda l'importo che corrisponde all'8% del valore nominale complessivo dei titoli che compongono il portafoglio. Nel caso, ad esempio, di un portafoglio del valore di 100 milioni di euro, la cui tranche junior è pari a 7,5 milioni di euro, il Fondo Centrale potrà intervenire con una garanzia fino a 6 milioni di euro, valore che rispetta il requisito che prevede che la garanzia non superi l'8% del valore nominale dei titoli che compongono il portafoglio.

L'importo della garanzia potrà, tuttavia, essere innalzato qualora vi sia il cofinanziamento da parte di Regioni, o altri enti¹⁷. Le eventuali maggiori risorse apportate potranno integrare la copertura della tranche junior o, in alternativa, intervenire sulla tranche mezzanine. Nel caso sopra citato l'apporto di ulteriori risorse potrebbe, quindi, andare ad integrare la garanzia della tranche junior per un importo di 1,5 milioni di euro oppure intervenire sulla tranche mezzanine fino a un importo di 2 milioni di euro.

Ai fini dell'ammissibilità dell'operazione, il soggetto richiedente (che sia la banca, l'intermediario finanziario o il gestore) è tenuto a verificare il possesso, da parte dell'impresa, dei requisiti imposti dalla normativa del Fondo Centrale relativamente alle caratteristiche dimensionali, al settore di appartenenza e alle finalità dell'operazione. Il soggetto richiedente calcola, inoltre, il rating dell'impresa¹⁸ che alla data di inclusione dell'operazione nel portafoglio, ai fini dell'ammissibilità, deve risultare non inferiore alla classe "B-" secondo la scala di valutazione Standard & Poor's.

¹⁷ Ai sensi del Decreto del Ministro dell'economia e delle finanze di concerto con il Ministro dello sviluppo economico del 26 gennaio 2012.

¹⁸ Il rating è calcolato secondo il metodo Internal Rating Based (IRB), ovvero tramite il ricorso alla valutazione rilasciata da un'agenzia esterna riconosciuta da Banca d'Italia (le cosiddette ECAI).

La garanzia opera anche nel corso del periodo di costruzione del portafoglio garantito. E' necessario, però, che la chiusura del portafoglio avvenga entro il termine indicato dal soggetto richiedente (banca, intermediario finanziario o gestore) in sede di richiesta di garanzia, che non potrà, in ogni caso, superare i 18 mesi dalla data di concessione della garanzia. Per cause eccezionali o eventi di forza maggiore è possibile che il Comitato di gestione conceda una proroga di 6 mesi. Entro 15 giorni dalla scadenza del termine massimo per la chiusura del portafoglio, il soggetto richiedente è tenuto a comunicare al gestore del Fondo Centrale la data effettiva di chiusura del portafoglio, l'ammontare complessivo, il punto di stacco¹⁹ e lo spessore²⁰ della tranche junior nonché le condizioni economiche applicate ai singoli finanziamenti compresi nel portafoglio.

Qualora l'ammontare del portafoglio di mini-bond effettivamente costruito sia inferiore all'importo indicato in fase di richiesta la norma prevede, a carico del soggetto richiedente, l'esborso al Fondo Centrale di un determinato corrispettivo. Per banche e intermediari finanziari sarà pari al prodotto tra la commissione di messa a disposizione fondi mediamente praticata dal soggetto finanziatore alla propria clientela nei tre mesi precedenti la presentazione della richiesta di garanzia del Fondo e la differenza tra l'importo della quota di tranche junior per la quale è stata richiesta la garanzia e l'importo effettivo della quota di tranche junior garantita. Per i gestori sarà pari al 35% della differenza tra l'importo della quota di tranche junior per la quale è stata deliberata la garanzia del Fondo Centrale e l'importo effettivo della quota di tranche junior garantito dal Fondo. Il corrispettivo sarà incrementato del 5% nel caso in cui l'ammontare del portafoglio non raggiunga i 50 milioni di euro. Anche con riferimento all'ottenimento della garanzia su portafogli di mini-bond, i soggetti richiedenti dovranno versare, entro 30 giorni dalla data di chiusura del portafoglio, una commissione "una tantum", corrispondente all'1% dell'importo garantito.

Applicabilità della norma

Il Comitato di gestione del Fondo Centrale di garanzia ha approvato nel mese di ottobre 2014 le modifiche alle disposizioni operative del Fondo Centrale, individuando le modalità operative per la concessione della garanzia a valere su singole operazioni di sottoscrizione di mini-bond e su portafogli di mini-bond.

Così come stabilito dal Decreto, le nuove modalità di intervento del Fondo Centrale sono entrate in vigore il 7 novembre 2014.

¹⁹ Il punto che determina la suddivisione tra la tranche junior e le tranche mezzanine a questa sovraordinate.

²⁰ Percentuale data dal rapporto tra una determinata tranche sul valore nominale del portafoglio di mini-bond.

Maria Gloria Cesarini

Consorzio camerale per il credito e la finanza

5 Il confronto europeo

Il recente boom di emissioni di mini-bond in Italia può essere plausibilmente considerato la dimostrazione, da un lato, delle esigenze di approvvigionamento finanziario delle imprese – amplificate dal contesto recessivo – e, dall'altro, dell'efficacia di un sistema regolamentare tailor-made sulle specificità delle PMI. In realtà, la creazione di un segmento di mercato ad hoc in grado di favorire il ricorso allo strumento obbligazionario, anche da parte delle PMI, non è una novità nel panorama europeo. Esistono, infatti, analoghe esperienze nel resto del continente, a partire dall'Europa Settentrionale considerata, in un certo senso, la culla di tale modello.

Il panorama europeo

E' stata la Norvegia la prima a dar vita nel 2005 a uno specifico segmento di mercato non regolamentato dedicato alla quotazione e allo scambio di obbligazioni e commercial paper (equivalenti alle cambiali finanziarie che circolano sui mercati italiani). Il Nordic ABM è, a sua volta, suddiviso in due ulteriori segmenti a seconda che il taglio minimo dell'emissione sia inferiore o superiore a una soglia pari a circa 65 mila euro, riservati rispettivamente agli investitori retail e a quelli istituzionali.

L'appeal di questo mercato risiede essenzialmente nella semplicità delle procedure, sia in termini di tempistiche e costi che di adempimenti informativi a carico dell'impresa emittente, che equivalgono a poco più delle basilari prescrizioni del codice di commercio a cui devono, in ogni caso, attenersi.

Tale impostazione risponde alla volontà di definire un mercato svincolato quanto più possibile dal quadro regolamentare comunitario (si pensi, ad esempio, alle norme sul prospetto informativo e sul rispetto dei principi contabili riconosciuti internazionalmente) e da quello nazionale in merito al processo di emissione e quotazione, definito dal Norwegian Stock Exchange Act.

Gli adempimenti a cura delle imprese emittenti, dunque, riguardano principalmente alcuni requisiti di trasparenza, quali la presentazione degli ultimi tre bilanci approvati, la redazione di un prospetto informativo e dei documenti di dettaglio dell'operazione. Le obbligazioni ammesse alla quotazione – con scadenza compresa tra i 3 e i 7 anni e tasso fisso o variabile - devono essere interamente sottoscritte e sono destinate sia a investitori istituzionali che - a differenza del mercato italiano - alla platea retail. La società emittente è affiancata da un manager, una banca d'investimento che opera in qualità di advisor fornendo assistenza in tutte le fasi dell'operazione. E' altresì prevista, in via opzionale, la figura del loan trustee per tutelare maggiormente gli interessi degli investitori, alla luce dei limitati obblighi di trasparenza in capo all'emittente.

Nonostante il successo complessivo del Nordic ABM, è necessario evidenziare che la maggior parte delle emissioni finora realizzate riguarda banche e assicurazioni; le emissioni di imprese non finanziarie si concentrano essenzialmente nel sotto-segmento rivolto agli investitori istituzionali e riguardano in prevalenza aziende del settore energetico e marittimo. Nel Nordic ABM Professional sono attualmente in essere oltre 70 operazioni riferibili al settore industriale, con un importo medio di circa 40 milioni di euro e una cedola media pari a 6,5%²¹.

²¹ Fonte: AIDEA e CRIF, marzo 2014.

Sulla scia del successo norvegese, il modello è stato replicato anche in Francia attraverso l'introduzione nel 2012 di una nuova modalità di emissione obbligazionaria, specificatamente dedicata alle PMI, l'IBO (Initial Bond Offer), ammessa su tre mercati: i segmenti B e C di Euronext (mercato regolamentato) e Alternext (mercato multilaterale) presso la Borsa di Parigi. L'IBO, che può essere effettuata sia dalle imprese quotate sul mercato francese (anche con capitalizzazione inferiore a 100 milioni di euro) che da quelle non quotate, deve presentare un taglio minimo di 5 milioni di euro per Alternext e di 10 milioni per Euronext, nonché una scadenza compresa tra i 5 e i 10 anni. Gli adempimenti informativi in capo all'emittente sono relativamente snelli ma, a differenza di quanto avviene in Norvegia, è richiesta alle società con capitalizzazione di mercato inferiore a 100 milioni di euro e alle PMI non quotate l'emissione di un rating da parte di una tra le agenzie riconosciute dall'ESMA (European Security and Markets Authority).

Per le operazioni effettuate su Alternext è, inoltre, prevista la presenza di un listing sponsor che affianca l'emittente nella fase pre-quotazione e in quella di follow-up, oltre che di altre due figure essenziali nella fase propedeutica all'emissione: un financial advisor e un avocat che supportano l'azienda rispettivamente nella definizione della struttura finanziaria e negli aspetti legali dell'operazione.

Come per il Nordic ABM, tali segmenti di mercato sono aperti sia a investitori retail, per la cui sottoscrizione è tuttavia necessaria l'intermediazione di banche o e-broker (in maniera analoga alla sottoscrizione di un IPO), che a investitori istituzionali; successivamente al periodo di sottoscrizione l'obbligazione può essere ammessa al mercato secondario e supportata eventualmente da un liquidity provider a maggiore garanzia di liquidità del titolo. Dal lato degli investitori si evidenziano alcuni vantaggi fiscali relativamente alle imposte patrimoniali e sul reddito. Nel primo caso, le persone fisiche che investono in obbligazioni di PMI, con impegno di detenerle almeno per 5 anni, hanno diritto alla riduzione dell'imposta gravante sull'investimento fino al 50%; con riferimento, invece, all'imposta sul reddito, la detrazione interessa il 18% del versamento effettuato. Ad oggi lo sviluppo del mercato obbligazionario delle PMI in Francia risulta ancora piuttosto limitato, avendo fatto registrare soltanto 4 emissioni – di importi compresi tra i 7 e i 15 milioni di euro - per un ammontare complessivo di 55 milioni di euro²².

Ultimo in ordine di costituzione nel panorama europeo è il MARF, Mercato Alternativo del Renta Fija, segmento del mercato obbligazionario spagnolo AIAF, costituito nel 2013 con l'obiettivo di favorire l'accesso delle PMI sui mercati. A tal fine sono stati definiti requisiti di ammissione più flessibili rispetto a quelli previsti per i mercati secondari obbligazionari garantendo, al contempo, un livello di trasparenza piuttosto elevato a tutela degli investitori.

²² Fonte: Paris Europlace, marzo 2014.

Le obbligazioni emesse sul MARF devono avere un taglio minimo di 100 mila euro e possono essere sottoscritte esclusivamente da investitori istituzionali, come avviene in Italia. Gli adempimenti informativi in capo all'emittente in termini di trasparenza riguardano, anche in tal caso, la documentazione relativa all'azienda (inclusi gli ultimi due bilanci certificati) e all'operazione, corredata da una dichiarazione di solvibilità emessa da un ente accreditato all'ESMA. Il rilascio del rating è infatti facoltativo, così come l'affiancamento di un liquidity provider per garantire liquidità al titolo sul mercato secondario. Ruolo chiave è invece quello dell'advisor che affianca l'azienda in tutto il percorso di emissione, compresa la fase di follow-up. Tra i casi analizzati, il mercato spagnolo dei mini-bond è quello che più ricalca la struttura implementata nel contesto italiano, sia per ciò che concerne l'architettura normativa e regolamentare che ne disciplina il funzionamento sia per la struttura operativa che regola il processo di emissione. Al momento il mercato risulta ancora a uno stato piuttosto embrionale, avendo registrato finora una sola operazione²³.

All'interno del panorama europeo dei mini-bond, la Germania è indubbiamente tra i casi di maggiore successo. Il Bondm, lanciato nel 2010 dalla Borsa di Stoccarda, rappresenta il primo mercato dedicato all'emissione e allo scambio di corporate bond quotati emessi da PMI.

Il Bondm offre agli investitori – sia retail che istituzionali – la possibilità di sottoscrivere i titoli sul mercato primario in fase di IBO (Initial Bond Offer) e di negoziarli sul mercato secondario. A tal fine è stato costituito un canale di vendita elettronico, il "Bondm subscription box", attraverso cui gli investitori possono inserire direttamente il proprio ordine di acquisto; questo sistema agevola l'accesso al mercato da parte degli investitori retail. A ulteriore garanzia di ciò, è previsto che eventuali collocazioni effettuate per il tramite di agenti di vendita (ad esempio investment banker o asset manager) non possano comunque superare il 50% dell'emissione.

La negoziazione dell'obbligazione sul mercato secondario avviene tramite il supporto del QLP, quality liquidity provider, che ha l'obiettivo di garantire liquidità al titolo, attraverso il matching tra gli ordini di acquisto e di vendita e, se necessario, tramite la vendita del titolo in autonomia. I requisiti di ammissione per le società emittenti riguardano essenzialmente la presentazione di un prospetto informativo, dell'ultimo bilancio certificato e di un rating emesso da un'agenzia specializzata; è, altresì, richiesta la presenza di un coach che affianchi l'impresa sia nella fase di emissione che in quella di follow-up.

Alla fine del terzo trimestre del 2014 sono state registrate 148 operazioni per un ammontare complessivo di quasi 6 miliardi di euro. Il successo di tale mercato può essere considerato, tuttavia,

²³ Fonte: FEI, ottobre 2014

parziale alla luce del numero di declassazioni e di default registrati: a ottobre 2014 erano 23 le emissioni che presentavano criticità in tal senso, per un ammontare complessivo di un miliardo di euro.

Mercati obbligazionari a confronto

| Paese | Segmenti dedicati | Taglio emissione | Scadenza | Principali documenti per l'emittente | Rating | Figure chiave | Investitori |
|----------|--------------------------------------|--|-------------|---|---|--|------------------------|
| Francia | Alternext, Euronext - segmenti B e C | > 5.000.000 € su Alternext > 10.000.000 € su Euronext | 5 - 10 anni | Prospetto informativo, ultimi tre bilanci certificati | Obbligatorio per società con capitalizzazione < 100 milioni € e per PMI non quotate | Listing sponsor, financial advisor, avocat, liquidity provider (opzionale) | Istituzionali e retail |
| Germania | Bondm | Taglio espresso in multipli di 1.000 € | 3 - 7 anni | Prospetto informativo, ultimo bilancio certificato | Obbligatorio | Coach, quality liquidity provider | Istituzionali e retail |
| Norvegia | Nordic ABM Retail | < 65.550 € | 3 - 7 anni | Prospetto informativo, ultimi tre bilanci approvati | Non richiesto | Manager per collocamento, loan trustee | Istituzionali e retail |
| | Nordic ABM Professional | > 65.550 € | | | | | |
| Spagna | MARF | > 100.000 € | n.d. | Prospetto informativo, ultimi due bilanci certificati | Dichiarazione di solvibilità | Advisor, liquidity provider | Istituzionali |

**IL V
A
D
E
M
E
C
U
M**

2

6

Le figure chiave

L'advisor

L'advisor è un consigliere che affianca le aziende in momenti particolari, ad esempio quando debbano realizzare operazioni straordinarie che richiedono competenze specialistiche, qual è il caso di un'emissione di mini-bond. Si tratta generalmente di società specializzate oppure di banche che dispongono di una divisione specializzata. Nel nostro caso, l'advisor affianca la società emittente nei diversi passaggi necessari per giungere all'emissione del mini-bond garantendo, al contempo, il coordinamento dei soggetti coinvolti nel processo di emissione (arranger, agenzia di rating, Borsa Italiana, consulenti legali e altri eventuali consulenti). Esso svolge un triplice ruolo di valutatore preliminare dell'emittente, di organizzatore dell'operazione e di supervisione dell'attività di redazione dei documenti necessari.

Nella fase propedeutica, l'advisor realizza una valutazione preliminare dell'emittente e un'analisi di fattibilità/convenienza economico-finanziaria dell'emissione. A tal fine, vengono esaminati, tra gli altri, il tipo di business, la situazione finanziaria attuale e prospettica, i principali indicatori di bilancio e il progetto di sviluppo che si intende finanziare.

Successivamente, laddove si verifichi la sussistenza delle condizioni necessarie per la realizzazione dell'operazione, l'advisor predispone i dati e i documenti necessari al successivo processo di due diligence e all'eventuale emissione del rating.

In terzo luogo, identifica le caratteristiche dell'obbligazione più adatte al progetto di sviluppo dell'azienda e al suo profilo economico-finanziario. Collabora, poi, alla ricerca e al contatto di potenziali investitori per valutare l'interesse del mercato all'emissione. Può assistere, infine, l'emittente anche nelle fasi successive all'emissione attraverso l'analisi periodica del rispetto dei covenants e l'indicazione di eventuali criticità legate all'andamento economico-finanziario delle società.

L'arranger

L'arranger svolge il ruolo di coordinatore finanziario del processo di emissione e si interfaccia con i diversi soggetti coinvolti nella strutturazione dell'operazione, soprattutto per quanto riguarda il reperimento dei fondi e il collocamento dei titoli sul mercato.

Nella fase a monte, l'arranger può affiancare o confrontarsi con l'advisor nella valutazione complessiva dell'emittente e del suo piano industriale, attraverso l'analisi dell'andamento del settore e del benchmark di mercato, la verifica attuale e prospettica della sostenibilità del debito, la valutazione della situazione finanziaria corrente dell'emittente, l'esame dei rapporti con le banche e dell'andamento delle linee di credito.

Sulla base dei risultati, una volta verificata la sostenibilità dell'operazione, provvede a strutturare il prestito obbligazionario, con la definizione della cedola, del tasso e della durata. Allo stesso modo, collabora alla definizione dei covenants e alla stesura del regolamento dell'emissione. Infine, svolge l'attività di marketing presso gli investitori per il collocamento dei titoli.

Nell'Unione europea, possono emettere un rating solo le agenzie riconosciute dall'Esma (European Securities and Markets Authority), l'autorità europea che ha la responsabilità della registrazione e supervisione delle agenzie di rating.

L'agenzia di rating

Il Regolamento Europeo CE n. 1060/2009 ha, infatti, modificato il contesto normativo nel quale operano le agenzie di rating, con lo scopo di attenuare i conflitti di interesse, di assicurare un'elevata qualità dei rating creditizi e di garantire trasparenza nei processi di rating. In particolare, il Regolamento ha introdotto l'obbligo di registrazione come Credit Rating Agency (CRA) per tutte le agenzie che operano o che intendano operare nell'Unione europea.

Se autorizzati anche dalla Banca d'Italia, i rating possono essere utilizzati dalle banche nell'ambito della determinazione del requisito minimo patrimoniale di Basilea con il metodo standardizzato. Infine, i rating possono essere impiegati in ambito Ecaf (Eurosystem credit assesment framework) per il rifinanziamento degli istituti di credito presso la Banca Centrale Europea.

I consulenti legali

Le società di consulenza legale affiancano la società emittente per la realizzazione degli adempimenti e per la redazione dei documenti necessari per il completamento dei diversi passaggi che condurranno all'emissione ed, eventualmente, alla quotazione dei titoli. A titolo esemplificativo, possono assistere la società emittente nella redazione del regolamento del prestito, nella realizzazione della due diligence legale, nella definizione e valutazione delle clausole e dei contratti da siglare con investitori e altri operatori del mercato, senza dimenticare la documentazione necessaria per la quotazione sul mercato di Borsa.

La sottoscrizione di mini-bond è riservata a investitori professionali di diritto o su richiesta (in caso di obbligazioni), ovvero ad investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale (in caso di titoli di debito). Per investitori professionali sia di diritto, su richiesta o soggetti a vigilanza prudenziale, si intendono coloro che posseggono l'esperienza, la conoscenza e la competenza necessaria per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che in tal modo possono assumersi.

Gli investitori

Possono pertanto sottoscrivere le emissioni investitori quali Organismi di investimento collettivo del risparmio, fondi aperti, fondi chiusi, fondi immobiliare, fondi speculativi, fondi pensione, banche, SIM, finanziarie regionali e fondazioni. La scelta di riservare la sottoscrizione di mini-bond ai soli investitori professionali deriva dalla sostanziale illiquidità che, almeno in questa fase, caratterizza il mercato.

La Borsa

Le società che emettono mini-bond possono decidere di collocare i propri titoli presso il segmento professionale del mercato ExtraMOT (ExtraMOT PRO) di Borsa Italiana, dedicato alla negoziazione di obbligazioni e altri titoli di debito (quali ad esempio cambiali finanziarie e project bonds) emessi dalle società di capitali.

Il segmento professionale dedicato ai titoli di debito presenta costi relativamente limitati e procedure semplificate, al fine di facilitare l'accesso al mercato di Borsa anche ad aziende tradizionalmente restie all'utilizzo di questo canale di finanziamento. ExtraMOT Pro può rappresentare anche il primo step per le aziende nell'approccio ai mercati borsistici, ponendo le basi per un successivo eventuale approdo al mercato azionario.

7 Verifichiamo i requisiti

La normativa stabilisce che gli emittenti devono essere società italiane non quotate, diverse dalle banche e dalle micro imprese. Il fatturato deve superare i 2 milioni di euro ovvero l'organico deve essere composto da almeno 10 dipendenti.

Al di là di quanto statuito dalla normativa, va comunque sottolineato che il mini-bond non è uno strumento di supporto alle aziende in crisi ma un'opportunità di finanziamento sul mercato dei capitali per le aziende sane, con buone performance negli ultimi esercizi e con precisi programmi di crescita per i prossimi anni, che per motivi diversi decidono di fare a meno del credito bancario o, quantomeno, di integrarlo con strumenti di debito alternativi.

Quali sono le aziende target per un investitore?

Definire quali sono le aziende ideali per un investitore è difficile poiché ogni operatore ha un proprio target di riferimento basato non solo sugli aspetti più strettamente finanziari ma anche su variabili legate al prodotto, al mercato, al settore. In linea generale si può tracciare un profilo di questo genere:

- assenza di procedure concorsuali in atto o in procinto di essere dichiarate
- non appartenere alla categoria delle start-up o delle imprese interessate da turn around
- buona o potenziale apertura internazionale
- buon livello tecnologico e buon grado di innovazione di prodotto o di processo
- fatturato in crescita
- un EBITDA positivo negli ultimi due-tre anni.

Il mini-bond può anche essere utilizzato da quelle società che si trovano in nicchie di mercato in forte crescita o innovative o con grandi portafogli ordini, ma che sono sottocapitalizzate o caratterizzate da fatturati troppo piccoli per sostenere gli investimenti necessari all'espansione del proprio business.

Ci sono limiti minimi o massimi di emissione?

Non sono previsti limiti specifici obbligatori sull'ammontare delle emissioni ma la tendenza del mercato è quella di puntare su operazioni con un range compreso tra 5 e 25 milioni di euro da parte di imprese con fatturato tra 10 e 200 milioni di euro. Il taglio minimo delle emissioni finora effettuate è pari a 1 milione di euro.

Quali sono i parametri economici e finanziari che vengono presi in considerazione?

Solitamente i parametri presi a riferimento per la valutazione dell'emissione dei mini-bond sono rappresentati da indici di economicità, di sviluppo, di sostenibilità e di equilibrio finanziari. La finalità dell'analisi è diretta a valutare la solidità dell'emittente e la sua capacità di sostenere il rimborso del debito.

Sebbene i parametri possano differire in ragione delle caratteristiche dell'emittente e dei progetti di sviluppo nonché della tipologia dei potenziali investitori, alcuni degli indicatori tipicamente presi a riferimento sono rappresentati da: tasso di crescita dei ricavi, Ebitda margin e Ebit margin, interest coverage ratio, IFN/Ebitda, IFN/Equity.

Quali documenti sono necessari per avviare il percorso che condurrà all'emissione del mini-bond

Per le aziende che intendono emettere un mini-bond è necessario disporre degli ultimi due bilanci depositati. In caso di quotazione in Borsa, l'ultimo bilancio deve essere certificato.

Inoltre, è necessario richiedere alla Camera di commercio una visura aggiornata, in modo che gli analisti possano avere un quadro dettagliato della struttura societaria.

8

Cominciamo!

L'emissione dei mini-bond rappresenta un processo complesso e straordinario rispetto alla normale operatività di un'azienda, che richiede l'intervento di una serie di operatori specializzati in grado di accompagnarla lungo il percorso che condurrà all'emissione ed eventualmente alla quotazione del mini-bond.

Il primo soggetto con cui generalmente si confronta l'impresa per valutare la fattibilità dell'operazione è l'advisor. L'advisor provvede a tracciare un'analisi approfondita dell'azienda, riassumendone il percorso storico, esaminandone struttura e organigramma, delineandone la situazione finanziaria attuale e prospettica e discutendo con l'imprenditore il piano industriale che sarà finanziato con l'emissione dei mini-bond.

Naturalmente, sarà l'advisor a verificare la sussistenza dei requisiti richiesti dalla normativa e dal mercato per poter realizzare l'emissione e a segnalare, eventualmente, all'azienda quali sono le criticità o le carenze su cui è necessario intervenire per potersi presentare con successo sul mercato.

Devo rivolgermi ad un advisor o posso fare affidamento su altri professionisti per avere un primo orientamento?

Il primo contatto dell'azienda può avvenire con altri soggetti, quali Camere di commercio, associazioni, banche, che possono svolgere un servizio di primo orientamento o addirittura un'attività di pre-analisi tesa a verificare la sussistenza dei parametri di base previsti dalla normativa.

Ovviamente informazioni in merito possono essere fornite da commercialisti, consulenti e altri professionisti che operano con le aziende. Nel momento in cui si decide di avviare effettivamente il processo per arrivare all'emissione di mini-bond, è però consigliabile rivolgersi a soggetti specializzati che operano abitualmente nel mercato obbligazionario o che hanno maturato, comunque, esperienze in operazioni di finanza straordinaria, sia per le specifiche competenze tecniche richieste, sia per la conoscenza dei mercati finanziari, dei loro attori e delle loro logiche di funzionamento.

Il commercialista può svolgere la funzione di advisor?

Il commercialista può svolgere un ruolo importante di affiancamento dell'advisor grazie alla sua conoscenza storica dell'emittente. Sono però richieste competenze specialistiche e una mole di lavoro che difficilmente possono essere garantite da un commercialista, a meno che non svolga egli stesso una attività già orientata al segmento obbligazionario.

Quanto tempo occorre per arrivare all'emissione?

La tempistica per l'emissione di mini-bond è influenzata da tutta una serie di componenti. Innanzitutto, dai tempi della stessa azienda emittente e dalla sua organizzazione interna, dalla disponibilità delle informazioni necessarie per effettuare la valutazione, dall'interesse da parte dei potenziali investitori e dai tempi di negoziazione dei termini di collocamento. La durata del processo di emissione pertanto può variare sensibilmente da un caso all'altro.

In termini generali è possibile tuttavia indicare in circa 3-4 mesi il tempo mediamente necessario per completare il processo di emissione di mini-bond.

Il mini-bond non può essere utilizzato per far fronte a necessità immediate di cassa?

Come si è detto, il processo che conduce all'emissione di mini-bond è solitamente più lungo di quello che conduce, in condizioni normali, alla concessione di un finanziamento bancario. Sono più numerosi i passaggi da seguire e la stessa analisi economico-finanziaria svolta sull'azienda richiede tempi più lunghi di realizzazione.

D'altra parte, i mini-bond non sono strumenti studiati per far fronte a esigenze immediate di cassa ma servono, generalmente, per finanziare piani di sviluppo a media-lunga scadenza. E' pertanto consigliabile, a chi dovesse far fronte a esigenze di liquidità a brevissimo termine, rivolgersi a strumenti più idonei.

E' bene ricordare che le imprese che presentano dati di bilancio molto negativi e che sono state respinte dalle banche difficilmente potrebbero ottenere risultati migliori rivolgendosi a investitori che operano nel mercato dei mini-bond.

Chi valuta la situazione economico-finanziaria della mia azienda?

Sono diversi i soggetti che possono valutare l'azienda.

Nella fase iniziale, è l'advisor a effettuare una pre-valutazione dell'azienda per verificare la fattibilità e la sostenibilità dell'operazione.

Qualora vi siano i presupposti minimi per avviare il processo che dovrebbe condurre all'emissione di mini-bond, l'advisor concorda con l'impresa tempi, modi e costi per realizzare una analisi di dettaglio della società che può anche tradursi in una vera e propria due diligence.

All'advisor possono affiancarsi l'arranger e l'agenzia di rating che, ciascuna per la parte di propria competenza, possono approfondire l'analisi economico-finanziaria della società. Gli stessi investitori possono richiedere supplementi di analisi qualora ritengano opportuno un approfondimento su alcuni aspetti del piano industriale o della situazione societaria attuale.

Qual è l'impegno per l'imprenditore e la struttura aziendale?

Durante il processo che condurrà all'emissione di mini-bond l'azienda si interfaccia con i diversi soggetti coinvolti nell'operazione (advisor, arranger, agenzia di rating, Borsa Italiana, consulenti legali). L'advisor e l'arranger possono redigere materialmente i diversi materiali necessari per la valutazione dell'emittente e per la presentazione del piano di emissione ai diversi soggetti coinvolti, quali agenzie di rating e investitori, intrattenendo con essi i necessari rapporti operativi.

E' ovvio, però, che l'imprenditore e la struttura aziendale dovranno garantire il proprio supporto sia fornendo i materiali e le informazioni necessari per la redazione dei documenti, sia partecipando a incontri con gli altri soggetti coinvolti nelle diverse fasi dell'iter che condurrà all'emissione.

Cosa fa la banca arranger?

Qualora l'opportunità di emettere un mini-bond sia stato discusso dall'azienda con una banca operante anche nel mercato obbligazionario, può essere quest'ultima a occuparsi della due diligence finanziaria, lasciando all'advisor il compito di svolgere un compito di coordinamento tra i diversi soggetti coinvolti nell'operazione e di predisposizione dei documenti necessari.

Successivamente, l'arranger affiancherà l'impresa e collaborerà con l'advisor nella fase di strutturazione del prestito e di presentazione ai potenziali investitori.

E' importante specificare la finalità dell'emissione?

E' molto importante evidenziare le finalità dell'emissione, specificando come verrebbero utilizzate le risorse reperite nell'ambito del processo (cosiddetti use of proceeds). I mini-bond nascono nella logica di sostenere progetti di crescita dell'azienda e non dovrebbero essere finalizzati a sostituire, rifinanziare o rimborsare debiti pre-esistenti.

Pertanto i documenti di valutazione e presentazione dell'emissione, oltre a considerare i parametri economico-finanziari di base, devono illustrare il progetto industriale e la conseguente dinamica dei flussi di cassa, in modo da poter valutare la sostenibilità finanziaria dell'operazione e la compatibilità con le attese di rendimento dei potenziali investitori.

9

I nostri adempimenti

Prima di avviare l'iter che dovrà condurre all'emissione del mini-bond, l'emittente deve espletare una serie di adempimenti legali finalizzati ad adeguare la base giuridica e la struttura organizzativa dell'azienda alle esigenze legate alla corretta gestione del debito.

A tal fine, può essere necessario intervenire sia sulla forma giuridica dell'azienda, per adeguarla alle prescrizioni di legge, sia sulla sua stessa struttura organizzativa e decisionale.

Si tratta senza dubbio del primo "esame di maturità" dell'azienda poiché l'adeguamento della struttura societaria ai requisiti prescritti dalla legge può comportare cambiamenti anche notevoli non solo a livello organizzativo ma anche e soprattutto dal punto di vista culturale.

E' necessario modificare lo statuto della società emittente?

Nel caso in cui l'emittente sia una società a responsabilità limitata, lo statuto deve prevedere la possibilità di emettere titoli di debito. Tale statuto deve altresì indicare l'organo competente a deliberare in merito all'emissione di tali titoli, nonché gli eventuali limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per l'approvazione.

Potrebbe essere pertanto necessario apportare una modifica statutaria che consenta l'emissione, tramite l'adozione di una delibera dell'assemblea straordinaria dei soci, il cui verbale andrà redatto da un notaio.

Lo statuto deve essere modificato anche nel caso di una società per azioni?

Nel caso in cui l'emittente sia una società per azioni o una società in accomandita per azioni, non occorre che lo statuto preveda espressamente la possibilità di emettere obbligazioni. La competenza a deliberare in merito all'emissione di obbligazioni, in assenza di diversa disposizione statutaria, spetta, infatti, agli amministratori.

Cosa deve deliberare l'organo competente della società?

L'organo competente dovrà deliberare in merito all'emissione dei mini-bond (e all'ammissione degli stessi alla negoziazione sul Segmento ExtraMOT PRO), nonché al conferimento dei poteri di esecuzione della delibera stessa (delibera di emissione).

Qualora l'organo competente a decidere in merito all'emissione dei mini-bond sia l'assemblea dei soci, si può valutare con il notaio l'opportunità di riunire in un'unica seduta le modifiche statutarie e l'autorizzazione all'emissione e all'ammissione dei mini-bond alla negoziazione sul Segmento ExtraMOT PRO.

Quando deve essere deliberata l'autorizzazione a emettere il mini-bond?

Al termine della fase di strutturazione dell'operazione e ricevuti i riscontri positivi da parte dei potenziali investitori, la società emittente dovrà procedere alla delibera formale di approvazione dell'emissione di minibond, indicando l'ammontare previsto e le varie condizioni di prezzo e di rimborso precedentemente concordate.

La delibera di autorizzazione all'emissione deve essere depositata?

In caso di società per azioni, la deliberazione deve risultare da verbale redatto dal notaio ed essere depositata ed iscritta nel Registro delle Imprese competente. In caso di società a responsabilità limitata, la deliberazione è iscritta a cura degli amministratori presso il Registro delle imprese competente.

Ci vuole un apposito registro per le obbligazioni?

L'emittente deve istituire il cosiddetto "libro delle obbligazioni" (in caso di società per azioni) ovvero il "registro dell'emittente" (in caso di società a responsabilità limitata) nel quale siano indicate le seguenti informazioni:

- l'ammontare dei bond emessi e di quelli estinti;
- il nominativo dei titolari dei bond (in caso di titoli nominativi);
- i trasferimenti e i vincoli relativi ai bond.

Le società emittenti sono sottoposte al controllo Consob?

No. L'emissione di mini-bond non comporta l'assoggettamento ad alcun controllo da parte di Autorità di vigilanza.

Chi si occupa degli adempimenti?

Per l'espletamento degli adempimenti legali e regolamentari è opportuno rivolgersi ad uno studio legale con adeguata esperienza nel settore obbligazionario e/o ad una banca disponibile a offrire questi servizi.

Conviene pensare ad un'emissione unica o scaglionarla in più tranches?

Dipende se vi sia o meno un unico investitore che abbia interesse a sottoscrivere l'intero ammontare dell'emissione. Nel primo caso, si può procedere con un'unica emissione. Nel caso in cui vi siano più investitori interessati a sottoscrivere i mini-bond emessi dall'azienda, può essere utile suddividere l'emissione in più tranches.

10 Affrontiamo la due diligence

La due diligence è il processo che viene messo in atto per analizzare valore e stato di salute di un'azienda che intenda emettere mini-bond. Consiste nell'analisi di tutte le informazioni relative all'impresa, con particolare riferimento alla struttura societaria e organizzativa, al business e al mercato, ai fattori critici di successo, alle strategie commerciali, alle procedure gestionali e amministrative, ai dati economico-finanziari, agli aspetti fiscali e legali, ai rischi potenziali e così via.

Nell'ambito del processo di emissione di un mini-bond, l'approccio seguito per la due diligence può variare sia in funzione del tipo e delle dimensioni dell'azienda che vuole emettere i mini-bond sia in funzione degli investitori presso cui potenzialmente si andranno a collocare i titoli.

Vi sono più tipologie di due diligence?

Si può assistere allo svolgimento di un'attività di due diligence "soft" condotta internamente dall'advisor o dall'investitore e dai relativi team, oppure possono essere svolte delle vere e proprie "full due diligence", con l'ausilio di consulenti esterni, con logiche ed impostazioni molto simili a quelle adottate nell'ambito di operazioni di private equity.

Una due diligence completa riguarderà sia tematiche di business, sia finanziarie/contabili, fiscali e legali. Gli elementi oggetto di approfondimento specifico nell'ambito della due diligence dipenderanno dalle caratteristiche dell'emittente e dalle eventuali indicazioni fornite dai potenziali investitori in sede di pre-marketing.

Cos'è la business due diligence?

La business due diligence ha l'obiettivo di comprendere se il business plan redatto dall'emittente è coerente rispetto ai parametri di riferimento del settore e al posizionamento competitivo dell'azienda. Tale tipologia di due diligence affronta l'analisi del mercato e dello scenario competitivo: analizza i prodotti/servizi, clienti, fornitori, distribuzione e management, fornendo una chiara visione del business e valutando la coerenza con le performance economico-finanziarie attese dall'emittente.

In cosa consiste, invece, la financial due diligence?

La financial due diligence ha l'obiettivo di evidenziare il corretto profilo delle grandezze economiche e finanziarie dell'emittente. L'analisi è rivolta principalmente alla verifica della qualità dell'informazione finanziaria (analisi del report del revisore indipendente, principali politiche contabili utilizzate), allo studio della performance corrente e storica (analisi dei ricavi, del costo del venduto, degli altri costi operativi, valutazione delle voci finanziarie e straordinarie), all'analisi dello stato patrimoniale (assets materiali ed immateriali, capitale circolante netto, posizione finanziaria netta, passività potenziali) nonché all'analisi degli aspetti finanziari del business plan (individuazione delle assunzioni, verifica delle azioni attuative, indicatori economici).

E la due diligence fiscale?

La due diligence fiscale ha l'obiettivo di approfondire la situazione fiscale dell'emittente e valutare la presenza di rischi potenziali. In particolare, le principali tematiche riguarderanno la posizione dell'emittente in termini di perdite e crediti fiscali, di verifiche fiscali e contenziosi, l'analisi degli anni aperti fiscalmente e della fiscalità differita (tassazione sulle plusvalenze) nonché l'identificazione di eventuali ulteriori fattori di rischio.

Serve anche la due diligence legale?

La due diligence legale ha l'obiettivo di evidenziare la presenza di rischi potenziali di natura legale dell'emittente (rischi di contenziosi in essere e/o potenziali, rispetto dei diritti di proprietà intellettuale, inquadramento dei dipendenti e/o agenti dell'emittente) che possono avere un impatto sul valore dell'azienda e/o di eventuali garanzie da fornire in sede di emissione dei mini-bond e di sottoscrizione con gli investitori.

Chi fornisce le informazioni necessarie?

Si tratta sempre di un lavoro di squadra. L'advisor, l'arranger e gli altri soggetti coinvolti nel processo si occupano della preparazione dei documenti di propria competenza ma è fondamentale il supporto da parte della struttura aziendale per aiutare gli attori coinvolti nella comprensione del business dell'azienda e del progetto di sviluppo ipotizzato.

Una volta avviata la due diligence, se si cambia idea, si devono pagare delle penali?

La determinazione e la modalità di pagamento dei corrispettivi per l'attività di due diligence dipenderanno dalla tipologia di contratti stipulati. Tuttavia solitamente i contratti relativi alla due diligence prevedono la corresponsione di commissioni e di penali determinate in considerazione dell'attività svolta dai professionisti fino al momento della rinuncia al processo di emissione.

11 Il nostro rating

Il rating è un giudizio sulle capacità di un'impresa di onorare i propri obblighi finanziari.

I rating possono qualificarsi come rating pubblici, nel caso in cui la valutazione espressa con il rating sia un'informazione aperta a tutti, o come rating privati, nel caso in cui la valutazione sia riservata al richiedente (e condivisibile con terzi solo in casi specifici e regolamentati).

Diversamente dagli score di credito, che possono essere ottenuti attraverso modelli matematici calcolati sulla base di dati quali-quantitativi, i rating sono, invece, il risultato di un giudizio formulato da un analista o da un team di analisti.

Il rating può facilitare l'accesso alle fonti di finanziamento di un'impresa, essendo lo strumento con cui un'azienda può simulare il giudizio che banche o investitori possono formulare sul suo livello di rischio percepito. In tal modo può assumere consapevolezza delle proprie potenzialità e delle eventuali debolezze.

A chi ci si deve rivolgere? Esistono elenchi ufficiali da consultare?

Nell'Unione europea, possono emettere un rating solo le agenzie riconosciute dall'Esma (European Securities and Markets Authority), l'autorità europea che ha la responsabilità della registrazione e supervisione delle agenzie di rating.

La normativa europea ha introdotto l'obbligo di registrazione come Credit Rating Agency (CRA) per tutte le agenzie che operano o che intendano operare nell'Unione Europea.

Se autorizzati anche dalla Banca d'Italia, i rating possono essere utilizzati dalle banche nell'ambito della determinazione del requisito minimo patrimoniale di Basilea con il metodo standardizzato. Infine, i rating possono essere impiegati in ambito Ecaf (Eurosystem credit assesment framework) per il rifinanziamento degli istituti di credito presso la Banca Centrale Europea.

Il rating serve anche per i mini-bond?

L'assegnazione di un rating è importante anche nel caso dei mini-bond. L'emissione di cambiali finanziarie, di titoli di debito o di obbligazioni rende, infatti, indispensabile fornire ai potenziali investitori informazioni sull'impresa, sulle sue esigenze finanziarie, sull'evoluzione del suo business. Una valutazione sintetica di affidabilità, cioè un rating, garantisce trasparenza al mercato, facilitando il successo dell'emissione del prestito obbligazionario.

Come si ottiene un rating pubblico? Quanto tempo è necessario?

L'emissione di un rating pubblico è un processo che richiede alcune settimane per il suo completamento dopo la formalizzazione del mandato da parte dell'impresa all'agenzia di rating.

Gli analisti raccolgono le informazioni rilevanti già disponibili nei propri database e richiedono all'emittente una serie di informazioni aggiuntive (business plan, budget, piani finanziamento in essere, prospetto centrale rischi, ecc.), che consentono di completare e di aggiornare il set di dati utili a una corretta valutazione del rischio.

Per l'assegnazione del rating sono previste anche visite in azienda?

Solitamente, viene realizzata una visita presso la sede aziendale, durante la quale l'analista approfondisce con l'imprenditore o il management gli aspetti più rilevanti ai fini della valutazione. Sulla base dei dati e delle informazioni raccolti, l'analista elabora un giudizio di rating che sarà validato da un apposito comitato.

Quali dati vengono analizzati per il rating? Perché?

Per l'emissione del rating sono analizzate tutte le informazioni utili per valutare il rischio di default di un'impresa. Alcune di queste informazioni sono pubbliche – come ad esempio i bilanci –, mentre altre devono essere fornite dall'emittente. Le informazioni riguardano un ampio set di variabili tratte dai bilanci depositati, dagli archivi camerali, dai dati ipo-catastali e dal Registro del Territorio. Inoltre, saranno considerati i dati relativi ai pregiudizievoli di conservatoria come ipoteche o pignoramenti, alle abitudini di pagamento delle imprese o alle procedure della CIG Straordinaria.

Bisogna fornire dati aggiornati?

L'azienda emittente è tenuta a fornire informazioni aggiornate e accurate all'agenzia di rating. La tempestività della fornitura dei dati consente di accorciare i tempi dell'emissione del rating ed è nell'interesse della stessa impresa.

Quando viene comunicato il giudizio?

Al termine dell'istruttoria, l'analista comunica all'azienda il rating assegnato e i motivi che hanno portato a tale valutazione. Successivamente, l'agenzia di rating emette il giudizio che diventa di pubblico dominio. Dopo l'emissione del rating, l'azienda comincia a essere monitorata e il rating viene rivisto nel caso di eventi che cambino in modo rilevante il profilo di rischio dell'azienda.

Si può negoziare il giudizio finale? Come si può migliorare il rating?

No. Esso si basa sulle performance attuali dell'azienda e offre una fotografia aggiornata della sua situazione economica e finanziaria, attuale e prospettica. L'azienda, però, può intervenire sulle criticità emerse dall'analisi di rating, migliorando di conseguenza il giudizio emesso dall'agenzia.

È obbligatorio avere il rating?

La disciplina normativa non impone alcun obbligo, ma il rating è un elemento fondamentale per gli eventuali investitori in mini-bond, perché offre un'informazione sintetica sul grado di rischio che si corre a fronte del rendimento del titolo messo in portafoglio.

Il giudizio espresso da un'agenzia di rating è riconosciuto da tutti o qualcuno può chiedere di fare un'altra valutazione con un'agenzia di propria fiducia?

Le valutazioni espresse dalle agenzie riconosciute sono pubblicate sul sito dell'Esma se i rating sono pubblici e quindi quei giudizi possono essere utilizzati liberamente. Ciò non impedisce la possibilità per un soggetto di richiedere più valutazioni a diverse agenzie di rating, che tra loro possono anche differire.

12

Prepariamo i documenti

La normativa che disciplina i mini-bond non prevede obblighi specifici in merito ai documenti da produrre, a parte la pubblicazione dei bilanci relativi agli ultimi due esercizi, di cui l'ultimo certificato, prevista dal regolamento dell'ExtraMOT PRO.

Nella pratica, in analogia a quanto previsto per i prestiti obbligazionari classici è, tuttavia, necessario predisporre una serie di documenti che possono variare a seconda della tipologia di emissione (quotata o non quotata, con rating o senza rating).

I documenti possono essere suddivisi tra quelli a carattere economico, che servono a comprendere le caratteristiche fondamentali dell'emittente e a valutarne la capacità di produrre reddito e onorare il debito, e quelli amministrativi che servono per dare il via al processo di emissione.

Alla prima categoria appartengono il business plan, l'information memorandum e l'executive summary, mentre nella seconda rientrano il regolamento del prestito o i vari contratti da siglare con i soggetti coinvolti nell'operazione.

Per l'ammissione in Borsa sono previsti, infine, documenti appositi, di cui si parlerà più diffusamente nel capitolo dedicato al collocamento sui mercati regolamentati.

Business plan, information memorandum, executive summary: quali sono le differenze?

Il business plan verrà predisposto con il supporto dell'advisor e conterrà i dati fondamentali dell'emittente e il piano di sviluppo legato all'emissione dei mini-bond, con particolare attenzione agli aspetti economici-finanziari storici, attuali e prospettici.

L'information memorandum è una sorta di curriculum vitae dell'azienda, dove l'imprenditore - con l'assistenza dell'advisor - dovrà inserire le informazioni di sintesi relative alla storia della società, alla struttura organizzativa, all'attività svolta, al modello di business, al mercato e al settore di riferimento, oltre naturalmente ai dati economico-finanziari e alle proiezioni sul business del triennio successivo.

L'executive summary potrà essere utilizzato come ulteriore sintesi (una o due pagine) delle informazioni contenute negli altri due documenti.

Cos'è il regolamento del prestito?

Tra i documenti che andranno predisposti in previsione dell'emissione, vanno citati, inter alia, il regolamento del prestito, il Documento di ammissione, il contratto di sottoscrizione, il contratto di incarico per la banca arranger, i certificati.

I termini e le condizioni relativi ai mini-bond sono inclusi in un regolamento del prestito che definisce, tra l'altro, le caratteristiche dei mini-bond (quali natura, forma, importo, valore nominale e limiti di circolazione), le modalità di pagamento degli interessi e di rimborso del capitale, i diritti dei titolari dei mini-bond e gli obblighi dell'emittente.

Cos'è il contratto di sottoscrizione?

Il contratto di sottoscrizione, da stipulare tra l'emittente e il sottoscrittore dei mini-bond, disciplina le modalità, le condizioni ed i termini della sottoscrizione stessa e contiene, tra l'altro, le usuali dichiarazioni e garanzie, impegni, clausole di manleva ed indennizzo in favore del sottoscrittore.

Come si formalizza la collaborazione con la banca arranger?

L'emittente può conferire ad una banca l'incarico, tramite sottoscrizione di un apposito contratto (generalmente predisposto e messo a disposizione dalla banca stessa), di svolgere tutte le attività relative alla strutturazione dell'emissione e alla gestione delle scadenze e del rimborso dei mini-bond a favore dei sottoscrittori.

Quali sono i certificati da consegnare agli investitori?

All'atto dell'emissione e sottoscrizione dei mini-bond, l'impresa emittente consegna al sottoscrittore tre certificati:

- certificato di solvenza, con il quale il legale rappresentante dell'emittente attesta la solvenza dell'impresa;
- certificato di vigenza, rilasciato dalla competente Camera di Commercio che attesta l'assenza di procedure liquidatorie o concorsuali;
- certificato fallimentare, rilasciato dalla competente sezione del Tribunale fallimentare che attesti l'assenza di procedure fallimentari nei confronti dell'emittente.

Cosa sono i covenants?

L'investitore chiede di norma che nel regolamento obbligazionario vengano inserite delle clausole vincolanti di governance finanziaria dell'azienda, i cosiddetti covenants, da rispettarsi pena il ritiro del prestito obbligazionario o la sua rinegoziazione a condizioni meno favorevoli.

Quali sono i covenants più utilizzati?

Si elencano di seguito i *covenants* più comunemente richiesti dagli investitori:

- **clausole di salvaguardia ("Negative Pledge"):** per tutta la durata del prestito obbligazionario, l'emittente si impegna a non concedere pegni, ipoteche o altre garanzie reali sui propri beni materiali ed immateriali, sui propri crediti, sulle proprie partecipazioni salvo alcune eccezioni di volta in volta negoziate tra le parti;
- **use of proceeds:** l'ammontare ricavato dall'emissione obbligazionaria deve essere destinato dall'emittente secondo le finalità prestabilite;
- **change of control:** in caso di cambiamento nella proprietà dell'emittente, l'investitore avrà il diritto di richiedere il rimborso anticipato dei mini-bond;
- **limitation on dividend:** limiti ai dividendi consentiti;
- **reports:** necessità di redigere il bilancio consolidato da sottoporre a certificazione una volta all'anno e di redigere una semestrale consolidata (unaudited) entro i primi nove mesi dell'operatività annua;
- **limitation on indebtedness:** sono molto gradite clausole di mantenimento dei rapporti Net Debt / Ebitda e GrossDebt / Ebitda sotto soglie prefissate, da tenere monitorate semestralmente.

13 Il momento della verità

Nelle fasi iniziali del processo, in collaborazione con l'advisor ed eventualmente col supporto di altri consulenti dell'azienda, si è esaminato e definito con precisione il piano industriale da finanziare. Per illustrare il piano industriale si sono predisposti i diversi documenti (quali business plan, information memorandum, ecc) che sono stati utilizzati dagli analisti per valutare la fattibilità dell'operazione e che, successivamente, saranno presentati agli investitori in fase di collocamento dei titoli.

Una volta conclusa la fase di analisi aziendale, si procede alla fase vera e propria di strutturazione dell'emissione, basandosi sulle esigenze finanziarie dell'impresa e sui flussi finanziari attesi.

Come si determina l'ammontare dell'emissione?

Sulla base delle esigenze finanziarie dell'impresa, descritte in dettaglio nel piano industriale, e della sua struttura finanziaria attuale e prospettica, emersa dalle analisi di due diligence e riassunta eventualmente in un rating, si definisce l'ammontare dell'emissione di mini-bond da proporre al mercato.

In questa fase, si potrà anche decidere se realizzare un'unica emissione o strutturare l'emissione in più tranches, sulla base dell'articolazione del piano industriale e in funzione anche del numero e della tipologia di investitori presso cui si intendono collocare i titoli.

La definizione dell'ammontare avviene attraverso un lavoro di squadra, confrontando le esigenze dell'impresa con la situazione del mercato obbligazionario, con l'appeal che l'azienda può esercitare sugli investitori e con le sue effettive capacità di sostenere il pagamento degli interessi periodici e di restituire il capitale alla scadenza.

In quest'ottica, la definizione dell'ammontare complessivo dell'emissione e la sua eventuale articolazione in più tranches sono decise dall'imprenditore in collaborazione con l'advisor ed, eventualmente, con la banca arranger e con gli altri consulenti che a vario titolo possono essere stati coinvolti nell'operazione.

Chi fissa la scadenza del prestito?

Vale lo stesso discorso fatto per la definizione dell'ammontare.

In base a quelle che sono le esigenze finanziarie dell'impresa, ai flussi attesi di entrate che dovrebbero essere generati dal piano di investimenti, alla sua capacità di onorare il debito nel tempo, l'imprenditore e il gruppo di consulenti che lo affiancano stabiliscono la scadenza ottimale per la restituzione del prestito.

Ovviamente si dovrà tener conto delle indicazioni del mercato e dell'interesse per l'operazione che advisor e arranger avranno verificato preliminarmente presso i potenziali investitori.

Come si contattano gli investitori?

Contattare gli investitori è una operazione difficile e delicata. Considerata la mole di proposte di investimento, di progetti industriali, di richieste di finanziamento che sono loro presentati quotidianamente, senza una adeguata preparazione si rischia di non riuscire a valorizzare adeguatamente il proprio piano industriale e di non vederlo finanziato.

Per questo motivo è importante disporre, a monte, del supporto di professionisti capaci di valorizzare il piano industriale in business plan e information memorandum efficaci e ben dettagliati e, a valle, di consulenti di riconosciuta esperienza e credibilità in grado di interloquire con i potenziali investitori.

Sono i consulenti, quindi, a individuare gli investitori?

Advisor e arranger svolgono una azione di sondaggio preventivo presso gli investitori, per comprendere l'interesse che l'emissione di mini-bond può suscitare sul mercato, sotto il profilo dell'ammontare da collocare, del rischio legato all'impresa, dell'appeal del settore e dei mercati di riferimento.

Gli stessi consulenti si occupano della promozione vera e propria presso gli investitori, con cui si confrontano per valutare la congruità del tasso di interesse proposto, del piano di restituzione del debito e della periodicità del pagamento della cedola.

Come avviene la scelta dei potenziali investitori?

Le modalità di individuazione, contatto e promozione presso gli investitori possono essere molteplici.

Nel caso di emissioni di importo notevole e con caratteristiche particolari, può essere organizzato un vero e proprio road show dove l'azienda presenta il proprio piano industriale a più investitori appositamente contattati dall'advisor o dall'arranger.

Talvolta, gli stessi advisor o arranger hanno rapporti privilegiati e funzionali con uno o più investitori di riferimento, come può accadere nel caso di fondi di investimento istituiti dalle stesse banche o, viceversa, nel caso di società di advising promosse da fondi di investimento.

In qualunque caso, si contatteranno quegli investitori il cui target di operatività sia in linea con le caratteristiche organizzative, produttive e di mercato dell'azienda emittente.

Gli investitori non incontrano l'imprenditore prima della sottoscrizione dei titoli?

Una volta riscontrato l'interesse di massima degli investitori per il progetto industriale e per le caratteristiche dell'emissione, gli investitori chiedono normalmente di incontrare l'imprenditore e il gruppo dirigente dell'azienda per confrontarsi direttamente con loro sui piani di sviluppo della società e per verificare direttamente solidità ed efficienza della struttura organizzativa.

E' possibile che gli investitori chiedano una sorta di supplemento di indagine per verificare direttamente alcuni dati presentati nell'information memorandum e nel business plan e valutare la congruità del progetto di emissione dei titoli e la capacità dell'azienda di onorare il debito.

Esistono meeting per far incontrare imprenditori e investitori?

Sì. Il Consorzio camerale per il credito e la finanza, ad esempio, ha già organizzato alcuni eventi²⁴, in collaborazione con le Camere di commercio, per favorire un primo contatto tra imprese interessate a valutare la possibilità di emettere mini-bond e investitori che operano sul mercato obbligazionario.

Naturalmente, questi incontri hanno finalità informative e di reciproca conoscenza ma non sostituiscono la normale procedura di analisi aziendale preventiva e di strutturazione e collocamento dell'emissione illustrata nelle pagine precedenti.

Esistono strumenti Internet per far incontrare imprenditori e investitori?

Anche in Italia ha fatto la propria comparsa²⁵ il servizio di matching on line tra imprese e investitori, realizzato tramite piattaforme digitali, che è già discretamente diffuso all'estero, seppur con caratteristiche parzialmente diverse.

In questo caso, gli imprenditori interessati a emettere mini-bond possono predisporre un dossier che, tramite la piattaforma digitale, viene inviato agli investitori il cui target sia compatibile con le caratteristiche dell'impresa.

L'impresa valuterà le manifestazioni di interesse giunte attraverso la piattaforma e incontrerà gli investitori con cui ritenga possibile concludere un accordo.

²⁴ Per informazioni è possibile visitare il sito www.consorziocamerale.eu oppure contattare i recapiti riportati nelle pagine di chiusura della pubblicazione.

²⁵ Si veda, ad esempio, il sito www.epic.it

Che differenza c'è tra le piattaforme online dedicate ai mini-bond e i portali di equity crowdfunding?

Si tratta di due esperienze sostanzialmente diverse. Mentre nel caso dell'equity crowdfunding interagiscono start-up innovative e piccoli risparmiatori interessati a investire direttamente nel capitale delle start-up, sulle piattaforme digitali dedicate ai mini-bond interagiscono imprese strutturate e investitori professionali interessati a finanziarne, tramite i mini-bond, i progetti industriali di crescita.

Come si arriva a definire tasso di interesse, scadenza e periodicità dei rimborsi e del versamento degli interessi?

Advisor o arranger, nei loro contatti con gli investitori, verificano, come si è detto, l'interesse del mercato verso l'emissione. In particolare, discutono con i potenziali investitori il tasso di interesse che l'azienda dovrebbe versare loro a fronte del rischio assunto con la sottoscrizione dei bond, la periodicità della cedola nonché tempi e modalità del rimborso del prestito obbligazionario.

Sulla base delle indicazioni e delle manifestazioni d'interesse ricevute dagli investitori, advisor e/o arranger condividono con l'imprenditore i riscontri avuti e valutano condizioni e fattibilità dell'emissione.

Se vi è concordanza con le attese si procede con la formalizzazione dell'emissione.

Quando si procede all'emissione dei mini-bond?

La società emittente, prima di formalizzare l'emissione di mini-bond, deve deliberare l'autorizzazione all'emissione indicando ammontare e caratteristiche dell'emissione.

Le manifestazioni di interesse degli investitori vengono confermate e si definisce l'ammontare di mini-bond collocabile presso ciascun investitore aderente all'operazione.

Al contempo si completa la documentazione amministrativa e si provvede ad avviare le pratiche, laddove previsto, per la quotazione sul mercato ExtraMOT Pro di Borsa Italiana.

Si procede quindi all'emissione dei titoli, sottoscritti dagli investitori.

Questi ultimi provvedono, infine, al versamento dell'ammontare corrispondente alla propria quota di collocamento dei titoli.

14 Andiamo in Borsa!

Borsa Italiana ha creato, nell'ambito di ExtraMOT (il sistema multilaterale di negoziazione per gli strumenti obbligazionari) un segmento professionale dedicato alla negoziazione di obbligazioni e altri titoli di debito. Si tratta di un mercato secondario, ovvero di un mercato dove possono essere scambiati solo titoli già precedentemente collocati presso gli investitori professionali. Solo questi, quindi, possono operare su questo segmento di mercato, da cui sono invece esclusi i piccoli risparmiatori e gli investitori retail.

Quali sono gli adempimenti preliminari da svolgere ai fini della quotazione?

Gli adempimenti iniziali richiesti alle società sono la pubblicazione degli ultimi due bilanci annuali anche consolidati, di cui almeno l'ultimo sottoposto a revisione legale, ai sensi del d.lgs. n. 39 del 27 gennaio 2010 salvo diversa normativa di settore applicabile, e la redazione di un documento di ammissione. I bilanci possono essere redatti sia secondo i principi contabili nazionali sia secondo i principi contabili internazionali.

E' necessario inoltre che sia predisposto uno dei seguenti documenti:

- il prospetto redatto secondo gli schemi del Regolamento europeo "Prospetto" n. 809/2004 conformemente agli Allegati VII, VIII, IX e XIII (generalmente scelto come documento dalle società medio-grandi che effettuano emissioni pubbliche di bond per importi che partono dai 200 milioni di euro circa)
- il documento di ammissione redatto dall'emittente secondo le linee guida previste dal Regolamento ExtraMOT (strumento scelto generalmente dagli emittenti di più piccole dimensioni con emissioni al di sotto dei 30 milioni di euro oppure in caso di private placement)
- il memorandum d'offerta di cui all'art. 102 del Testo Unico della Finanza (TUF).

Questi documenti andranno presentati a Borsa Italiana insieme alla domanda di ammissione e ad un file excel riepilogativo delle caratteristiche dei titoli, ai fini dell'ammissione su ExtraMOT PRO.

E' opportuno che il prospetto o il documento di ammissione vengano inviati in bozza a Borsa Italiana, al fine di verificare la completezza delle informazioni in esso contenute e accelerare il processo di accoglimento della domanda di ammissione.

Quali informazioni bisogna fornire?

In caso si voglia utilizzare il documento di ammissione, l'emittente dovrà indicare alcune informazioni minime:

- persone con ruoli di responsabilità (Sezione 1 dell'Allegato IX);
- fattori di rischio (Sezione 3 dell'Allegato IX);
- informazioni sull'emittente (limitatamente alla Sezione 4.1 dell'Allegato IX Storia ed evoluzione dell'emittente);
- struttura organizzativa (Sezione 6 dell'Allegato IX);
- principali azionisti (Sezione 10 dell'Allegato IX);
- informazioni finanziarie riguardanti la situazione finanziaria
- profitti e perdite dell'emittente (Sezione 11 dell'Allegato IX). In alternativa si allega l'ultimo bilancio;
- informazioni riguardanti gli strumenti finanziari (Sezione 4 dell'Allegato XIII);
- ammissione alla negoziazione e modalità di negoziazione (Sezione 5 dell'Allegato XIII).

Borsa Italiana può richiedere altri documenti?

Tenuto conto della tipologia di emittente, delle caratteristiche dell'offerta e/o dello strumento finanziario, Borsa Italiana può richiedere ulteriori informazioni o autorizzare l'omissione di alcune di esse, nonché comunicare al soggetto richiedente schemi operativi diversi da intendersi come requisiti minimali a cui attenersi nell'adempimento di tale obbligo.

Bisogna presentare richieste alla Banca d'Italia?

L'emittente deve richiedere l'assegnazione del codice ISIN²⁶ alla Banca d'Italia, tramite la nuova procedura di assegnazione del codice.

La procedura si suddivide in due fasi:

- in primo luogo, l'emittente dovrà compilare il modulo di richiesta di adesione al servizio di codifica degli strumenti finanziari disponibile sul sito web di Banca d'Italia²⁷ ed inviare il modulo validato e sottoscritto con firma digitale all'indirizzo di Posta Elettronica Certificata di Banca d'Italia²⁸;
- una volta ottenuto l'accesso (che dovrebbe avvenire nelle 48 ore successive alla richiesta), l'emittente (o il soggetto indicato come referente nella richiesta di adesione) che abbia effettuato l'auto registrazione sul sito web²⁹ potrà richiedere l'attribuzione del codice ISIN tramite invio del Messaggio "Richiesta ISIN", avvalendosi dell'applicazione on line (FEAT) e seguendo le istruzioni pubblicate da Banca d'Italia sul proprio sito web.

²⁶ ISIN, acronimo di International Securities Identification Number, è un codice identificativo dei valori mobiliari a livello internazionale. È utilizzato per identificare le azioni, le obbligazioni, i warrant e gli ETF.

²⁷ http://www.bancaditalia.it/statistiche/racc_datser/antit-isin/isin/accesso-servizio/richiesta.pdf

²⁸ res@pec.bancaditalia.it

²⁹ <http://infostat.bancaditalia.it>

Bisogna allegare dei documenti alla richiesta del codice ISIN?

Al messaggio di richiesta di assegnazione del codice ISIN dovranno essere allegati:

- il regolamento del prestito,
- il verbale relativo alla delibera,
- in caso di titoli di debito, una dichiarazione di accettazione del ruolo di sottoscrittori da parte di "investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali", ai sensi di quanto previsto dall'articolo 2483, comma 2, del codice civile.

Al momento della compilazione del messaggio "Richiesta ISIN" la documentazione viene considerata "provvisoria". La documentazione allegata dovrà poi essere ritrasmessa in formato "definitivo" quando disponibile. Ai fini della richiesta di attribuzione del codice ISIN, ciascuna società potrà valutare se delegare tale attività ad un referente, che può essere anche esterno all'azienda stessa.

Ci sono altri adempimenti?

L'azienda emittente dovrà mettere a disposizione l'informativa prevista dal Regolamento ExtraMOT sul proprio sito Internet ovvero avvalendosi di uno SDIR autorizzato e iscritto nell'elenco tenuto dalla Consob.

Bisogna pubblicare documenti?

L'azienda emittente dovrà mettere a disposizione prima della data di Ammissione alle negoziazioni il prospetto o il documento di ammissione alla negoziazione oltre agli ultimi due bilanci. Successivamente all'ammissione è richiesta la pubblicazione di:

- bilanci annuali revisionati entro 6 mesi dalla conclusione dell'esercizio di riferimento,
- informativa price-sensitive,
- informazioni relative a qualsiasi modifica dei diritti dei portatori degli strumenti,
- eventuali informazioni di carattere tecnico legate alle caratteristiche degli strumenti (es. date di pagamento degli interessi, cedole, piani di ammortamento).

In aggiunta, laddove l'emittente o la singola emissione siano stati oggetto di rating pubblico, questo ed ogni successiva variazione dovrà essere resa nota al mercato.

E' necessario avere un rating?

Dotarsi di un rating non rappresenta un requisito di ammissione ma una facoltà dell'emittente.

Bisogna consegnare a Borsa Italiana anche i bilanci?

L'emittente è tenuto a pubblicare e a mettere a disposizione i propri bilanci ma non è tenuto a consegnarli a Borsa Italiana.

Come va consegnata la domanda di ammissione al mercato ExtraMOT Pro??

La domanda d'ammissione può essere anticipata via email in formato elettronico ma va, comunque, inviata anche in forma cartacea. Il resto della documentazione (documento d'ammissione in pdf e il file excel) può essere inviato tramite email.

Entro quanti giorni si conosce l'esito della domanda di ammissione?

Entro 7 giorni di mercato aperto dalla data di conferma della ricezione della domanda di ammissione, Borsa Italiana comunica al richiedente il rigetto o l'accoglimento della domanda, ferma restando la possibilità di interrompere la procedura di ammissione qualora emerga la necessità di acquisire nuove informazioni e documenti.

L'emittente può chiedere l'ammissione alla quotazione in qualsiasi momento, a partire dalla data di emissione stessa in poi. L'ammontare emesso e quotato corrisponde con quello effettivamente distribuito nel periodo, ovvero nei periodi, previsti per l'offerta.

Entro quanto tempo i titoli sono ammessi alla negoziazione?

Generalmente Borsa Italiana è in grado in 15/20 giorni lavorativi, a partire dalla presentazione della prima bozza di documento e compatibilmente con la completezza dello stesso, di concludere l'iter d'ammissione e portare i titoli in negoziazione su ExtraMOT PRO. Il regolamento del mercato, nello specifico, prevede che entro 7 giorni di mercato aperto dalla data di conferma che la documentazione presentata è completa, Borsa Italiana comunichi al pubblico attraverso apposito avviso la data di inizio negoziazioni che possono coincidere con la data di emissione dei titoli e tutte le informazioni funzionali alle negoziazioni.

Possono essere fatte deroghe al regolamento di ammissione?

Borsa Italiana può subordinare l'ammissione alla negoziazione a qualsiasi condizione particolare, relativa allo strumento finanziario, che ritenga opportuna e che sia esplicitamente comunicata al soggetto richiedente, e può esercitare discrezionalità nell'ammettere alla negoziazione gli strumenti finanziari per cui è stata presentata domanda anche derogando a condizioni per l'ammissione di cui al regolamento del mercato ExtraMOT.

Si possono quotare solo in Italia i titoli?

L'emittente può quotare i titoli presso qualsiasi mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione di Paesi dell'Unione europea o di Paesi aderenti all'Accordo sullo Spazio Economico Europeo (Paesi "White List"). Così come già accaduto per alcuni titoli, emessi da società medio-grandi per importi consistenti, gli strumenti possono essere quotati su più mercati.

Se si opta per un'emissione scaglionata, come avviene la quotazione?

Nel caso in cui si prevedano più periodi di offerta, l'emittente può chiedere l'ammissione a quotazione a partire dalla data di emissione per un ammontare equivalente a quello effettivamente distribuito nel periodo di offerta conclusosi almeno due giorni precedenti la data di emissione stessa. Successivamente, nel caso in cui intervengano altri periodi di offerta e vengano sottoscritti ulteriori titoli, l'emittente comunicherà a Borsa Italiana l'outstanding aggiornato dello strumento finanziario.

E' possibile avere titoli sia sul mercato azionario sia su quello obbligazionario?

Sì. Ad oggi, ad esempio, sono quotati su ExtraMOT PRO titoli emessi da società quotate sui mercati equity di Borsa Italiana.

Ci sono limiti di emissione?

No. Non sono previsti limiti di emissione.

Quali sono gli adempimenti successivi all'ammissione?

Successivamente alla pubblicazione da parte di Borsa Italiana dell'avviso di avvenuta ammissione dei mini-bond alla negoziazione sul segmento ExtraMOT PRO, l'emittente è tenuto a pubblicare le seguenti informazioni:

- il bilancio annuale sottoposto a revisione legale, senza indugio e in ogni caso non più tardi di sei mesi dalla conclusione dell'anno finanziario cui è riferito;
- ogni informazione relativa all'emittente che possa avere un impatto sul prezzo dei mini-bond ammessi alla negoziazione;
- ogni modifica nelle caratteristiche dell'emissione nonché nelle modalità di esercizio dei diritti dei titolari dei mini-bond;
- l'informativa tecnica relativa ai mini-bond, ossia le informazioni sul calcolo degli interessi e l'eventuale rimborso anticipato dei titoli (in quest'ultimo caso, l'informativa deve essere resa alla Borsa almeno 4 giorni prima del rimborso anticipato).

15 Quanto ci costano?

Il costo di una emissione di mini-bond è mediamente superiore al costo di un finanziamento di simili dimensioni concesso da una banca. A determinare il livello del prezzo concorrono due ordini di fattori. Da un lato, vi sono i costi legati alla trasparenza che comportano la realizzazione di una serie di attività necessarie a fornire agli investitori tutte le informazioni utili a verificare il livello di rischio dell'investimento. Si tratta generalmente di spese una tantum che possono rappresentare un investimento anche per il futuro in termini di immagine e affidabilità sul mercato.

Dall'altro, entra in gioco la remunerazione del rischio per l'investitore che deve sottoscrivere un titolo sostanzialmente illiquido. Non vanno, infine, dimenticati i costi amministrativi e consulenziali necessari per strutturare l'emissione e la successiva quotazione sul mercato di Borsa.

Come si arriva a definire il tasso riconosciuto agli investitori?

Il tasso di interesse viene deciso alla fine di un processo di negoziazione tra investitore, arranger e naturalmente azienda emittente, assistito dall'advisor.

Esso dipende da vari elementi quali il rating assegnato all'emittente, lo spread di mercato sui finanziamenti bancari di pari durata, le caratteristiche del titolo emesso, le eventuali garanzie.

Il tasso è giustificato dalla remunerazione del premio di illiquidità del mini-bond per l'investitore, dovuta alla ancora ristretta dimensione del mercato, che spesso lo obbliga a tenere in portafoglio il titolo per un lungo periodo senza poterlo convertire in liquidità all'occorrenza, come anche dal rischio di default dell'azienda.

C'è da considerare poi che i fondi devono garantire ai propri investitori rendimenti più alti dei titoli pubblici di riferimento e coprire, al contempo, i propri costi operativi.

Qual è il tasso medio di una emissione?

In media, le emissioni finora realizzate presentano tassi che si collocano in una fascia compresa tra il 5% e il 9%.

Il tasso dipende ovviamente da tutta una serie di variabili sia interne, in primis il profilo di rischio dell'azienda emittente, sia esterne, ovvero dinamica dei mercati e appetibilità dei titoli obbligazionari in una determinata fase storica.

In sintesi, quali sono i fattori da considerare nel negoziare il tasso d'interesse?

Riassumendo, il tasso di interesse dipenderà da:

- Rischiosità dell'emittente
- Premio per l'illiquidità dei titoli
- Spread sulle obbligazioni corporate a parità di rating
- Spread rispetto ai titoli di Stato di lungo periodo
- Tipologia di titolo emesso (senior, subordinato, ecc)
- Presenza di eventuali garanzie
- Durata e tipo di cedola.

Ci sono altri costi?

Oltre al tasso di interesse occorrerà considerare l'ammontare complessivo di tutti gli altri costi relativi al processo di emissione, per arrivare a definire il costo effettivo globale di tutta l'operazione.

In particolare, l'emissione dei mini-bond prevede costi per il rating, costi di due diligence, costi legali e amministrativi.

Vanno, inoltre, considerati i costi per l'advisor e per l'arranger. Nel primo caso, i compensi possono variare in funzione degli accordi presi, anche se generalmente vi è una parte variabile commisurata al successo dell'operazione (*success fee*). Analogamente, andranno previste commissioni per l'arranger nel caso di esito positivo.

Nel complesso, quante sono le voci di costo da considerare?

Ogni emissione si caratterizza per una serie di voci di costo che dipendono dalle caratteristiche e dalle esigenze specifiche di ciascuna impresa emittente. In linea di massima però si possono individuare alcune voci che caratterizzano le diverse operazioni e che possono essere così sintetizzate:

- Tasso di interesse da riconoscere agli investitori
- Costi per la consulenza prestata dall'advisor
- Costi per l'assistenza dell'arranger
- Costi per la revisione del bilancio
- Costi legali
- Costi dell'agenzia di rating
- Commissioni per l'accentramento dei titoli presso Monte Titoli
- Commissioni di Borsa.

I mini-bond offrono vantaggi tali da bilanciare il costo?

Occorre valutare i vantaggi che i mini-bond portano in termini di crescita e sviluppo societario.

La visibilità sul mercato grazie anche alla possibilità di quotazione di tali prestiti obbligazionari nel segmento Pro del mercato ExtraMot è funzionale all'aumento delle credenziali dell'emittente presso clienti, fornitori e sistema finanziario.

L'emittente aumenta la sua attrattività anche verso ulteriori investitori, grazie ai vantaggi di immagine e reputazione nonché alla presenza di elementi di trasparenza delle informazioni e dei risultati.

Se una banca concedesse un finanziamento di analogo importo allo stesso tasso, come si può valutare cosa conviene scegliere?

La valutazione circa la convenienza dell'emissione dei mini-bond dovrà tenere in considerazione altri parametri oltre al tasso di interesse. In particolare, dovranno essere considerati durata del collocamento, tempi e modi di rimborso (bullet, amortizing, tailored) e le eventuali condizioni complementari.

Nel confronto tra il finanziamento bancario e il mini-bond bisogna tener conto delle diverse caratteristiche dei due tipi di finanziamento, non ultimo il fatto che il mini-bond garantisce la disponibilità del capitale fino alla scadenza stabilita per il rimborso senza rischi di revoca della linea di finanziamento, di riduzione dell'ammontare prestato o di mutamento delle condizioni accessorie applicate.

16 Valutiamo gli aspetti fiscali

La normativa relativa ai mini-bond ha introdotto alcuni benefici fiscali, sia per le aziende che emettono i titoli, sia per gli investitori al fine di incentivare il ricorso a questo strumento di finanziamento. I benefici fiscali su cui concentreremo l'attenzione sono: la deducibilità degli interessi maturati sui mini-bond dal reddito d'impresa e la disapplicazione della ritenuta del 26% sugli interessi e sugli altri proventi derivanti dai mini-bond.

Quali cambiamenti sono stati introdotti circa la deducibilità degli interessi passivi?

Con le modifiche apportate dal Decreto Sviluppo, sono stati apportati alcuni cambiamenti, che si possono così riassumere:

- per i titoli quotati in mercati regolamentati o presso sistemi multilaterali di negoziazione dei paesi UE o di paesi aderenti allo Spazio Economico Europeo (SEE) inclusi nella white list³⁰, gli interessi passivi sono deducibili ai fini IRES, nei limiti del 30% del risultato operativo lordo (ROL);
- per i titoli non quotati in questi mercati o in questi sistemi multilaterali di negoziazione, gli interessi passivi sono deducibili ai fini IRES, nei limiti del 30%, del risultato operativo lordo (ROL), soltanto se:
 - ✓ i titoli sono detenuti da investitori qualificati, come banche, assicurazioni, fondi pensione
 - ✓ tali investitori non detengono, direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, più del 2% del capitale o del patrimonio dell'emittente
 - ✓ il beneficiario effettivo dei proventi è residente in Italia o in Stati e territori che consentano un adeguato scambio di informazioni, al fine di garantire un controllo da parte dell'amministrazione finanziaria italiana.

Per godere dei benefici, bisogna strutturare la delibera che autorizza l'emissione del mini-bond secondo uno schema particolare?

Si. E' opportuno che nella delibera di emissione sia espressamente previsto che i titoli possono essere sottoscritti e circolare esclusivamente tra investitori qualificati e che non possono essere sottoscritti da soci che detengono più del 2% del capitale o del patrimonio dell'emittente. Tale precisazione dovrebbe altresì essere contenuta nel prospetto di offerta dei titoli emessi o in altro documento equivalente.

³⁰ La white list comprende gli Stati che garantiscono uno scambio di informazioni in materia fiscale, al fine di contrastare comportamenti finalizzati a trasferire capitali in Paesi esteri allo scopo di evitare il pagamento delle imposte.

Bisogna acquisire documenti specifici dagli investitori?

L'emittente deve acquisire una certificazione scritta da parte dell'investitore, al momento della sottoscrizione dei titoli, che attesti di essere un investitore qualificato, di non possedere più del 2% del capitale sociale o del patrimonio dell'azienda emittente e che il beneficiario effettivo dei proventi dei titoli è residente in Italia o in uno Stato o territorio che consente un adeguato scambio di informazioni.

Qualora siano soddisfatte queste condizioni, le società non quotate potranno dedurre gli interessi passivi nei limiti del 30% del reddito operativo lordo risultante dall'ultimo bilancio approvato. Rimane ferma la restrizione alla deducibilità degli interessi passivi per i titoli sottoscritti e detenuti da soggetti diversi e per le micro imprese.

Con quale criterio si può scegliere tra l'imposta sostitutiva e quella ordinaria? Quali documenti bisogna compilare?

Se la scelta tra l'imposta sostitutiva e quella ordinaria si pone in merito alla imposta da corrispondere nel caso in cui l'emittente intenda concedere, a favore del soggetto investitore che sottoscrive i mini-bond, una garanzia reale (es: pegno o ipoteca) il regime fiscale più favorevole sarebbe quello della imposta sostitutiva (0,25) da calcolare sull'importo garantito. L'opzione per l'imposta sostitutiva in tema di garanzie deve essere esercitata dall'emittente nella stessa delibera di emissione dei mini-bond o in analogo atto autorizzativo.

Si possono dedurre i costi di emissione?

In base al Decreto Sviluppo, le spese di emissione sono deducibili nell'esercizio in cui sono sostenute, indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio, in base al principio di cassa.

Per costi di emissione si intendono tutte le spese relative all'emissione delle obbligazioni stesse come, ad esempio, le commissioni per la banca, le commissioni per le società che emettono il rating sull'emittente, le commissioni di collocamento, i compensi per le prestazioni professionali e le altre spese legate all'emissione.

Qual è il regime fiscale applicato agli investitori?

Per i titoli quotati emessi da società non quotate si applicano le disposizioni che prevedono per i soggetti cosiddetti "nettisti" (le persone fisiche e le società, escluse quelle in nome collettivo, in accomandita semplice e quelle ad esse equiparate; gli enti non commerciali; i soggetti esenti dal reddito delle persone giuridiche), residenti in Italia, l'applicazione di un'imposta sostitutiva del 26% mentre per i soggetti "lordisti", residenti in Italia, i redditi degli interessi vengono inclusi nel reddito d'impresa senza ritenute.

Per i sottoscrittori che non sono residenti in Italia gli interessi sono esenti da imposizione purché i soggetti che percepiscono gli interessi siano residenti in Stati esteri o territori white list e forniscano i dati dell'effettivo beneficiario e autocertifichino di possedere i requisiti per l'esenzione.

Rimane applicabile la ritenuta sugli interessi pagati su titoli non quotati emessi da società non quotate. Sulla base dello status del soggetto che li percepisce, occorre valutare caso per caso l'applicazione della ritenuta del 26% o quella ridotta sulla base dei trattati.

17

Quando rimborsiamo?

Tempi e modalità di rimborso rappresentano una variabile molto importante per l'azienda poiché da essi dipendono lo sviluppo e la stessa fattibilità del piano industriale da finanziare.

Quanto maggiore è la durata del prestito obbligazionario e quanto più morbido il piano di ammortamento, tanto maggiore sarà il vantaggio che ne trarrà l'azienda in termini di equilibrio finanziario e di stabilità dei flussi di cassa generati dall'investimento effettuato.

Quando vanno rimborsati i titoli?

La scadenza per il rimborso dei mini-bond viene fissata prima dell'emissione e del collocamento sul mercato. L'emittente può, peraltro, prevedere la possibilità di rimborso anticipato.

Quando si pagano gli interessi maturati dagli investitori?

Il tasso di interesse e la periodicità del pagamento della cedola sono determinati prima dell'emissione e del collocamento sul mercato. Nelle emissioni finora realizzate, i pagamenti hanno avuto scadenze trimestrali, semestrali o annuali. E' stata recentemente deliberata un'emissione con versamento mensile degli interessi agli investitori.

Quali sono le conseguenze se l'azienda emittente non riesce a rimborsare i titoli?

Dipende da quanto previsto dal relativo regolamento del prestito. Generalmente, il mancato pagamento delle cedole interessi o capitale più interessi nel caso di mini-bond amortising, possono consentire all'investitore che abbia sottoscritto i mini-bond di esercitare la facoltà di richiedere il rimborso anticipato dei mini-bond e, in casi estremi, di attivare le necessarie procedure esecutive o di escutere le garanzie, laddove presenti.

E' l'azienda emittente a decidere tempi e ammontare del rimborso?

Tempi e ammontare del rimborso sono stabiliti nel regolamento del prestito e, generalmente, sono oggetto di negoziazione tra l'azienda emittente e l'investitore, se già individuato, oppure con il soggetto incaricato di strutturare l'operazione di emissione, generalmente l'arranger.

Se fosse necessario accorciare o allungare i tempi del rimborso dei titoli, si può aprire un negoziato? Con chi?

Sarebbe possibile provare a negoziare una deroga alla scadenza di rimborso dei mini-bond. Tale negoziazione dovrebbe essere condotta dall'emittente con l'investitore professionale che abbia sottoscritto i mini-bond o, nel caso in cui vi siano più investitori che si siano organizzati nella forma dell'assemblea, con il rappresentante comune dell'assemblea dei sottoscrittori o, in mancanza di assemblea, con ciascuno dei sottoscrittori. Variazioni delle condizioni dell'emissione dovranno essere comunicate alla Borsa e a Monte Titoli.

**LE
E
S
P
E
R
I
E
N
Z
E**

3

BOMI GROUP

La storia

Bomi Group nasce nel 1985 come provider di servizi di logistica in outsourcing e soluzioni specializzate al settore diagnostico-medicale. La società ha investito costantemente in sistemi informativi e in attività di ricerca e sviluppo, nonché in progetti di internazionalizzazione. Questa politica, continuamente rinnovata e sostenuta da un management giovane e dinamico con un'età media inferiore ai 40 anni, ha permesso di conseguire approfondite conoscenze tecnico-settoriali, incrementare il valore dei servizi e migliorare costantemente la qualità. Il network internazionale di Bomi Group è attualmente costituito dalle sedi presenti in Italia (headquarter), Francia, Olanda, Portogallo, Messico, Brasile, Perù, Cile, Colombia, Argentina e Turchia, con un giro d'affari consolidato che sfiora i 70 milioni di euro.

Bomi Group offre servizi di logistica in outsourcing e distribuzione di prodotti medicali e biomedicali, farmaceutici, diagnostici in vitro (IVD), reagenti, ortopedici, cardiologici, per dialisi e prodotti pericolosi (ADR). Completano l'offerta soluzioni specifiche come la gestione di consignment stock, kit assembling, trasporto a temperatura ambiente e controllata.

Com'è nata l'idea?

Nel 2012 Bomi viene selezionata da Borsa Italiana per entrare a far parte del primo gruppo di società del "Progetto Elite". L'esperienza del progetto si è rivelata molto utile e stimolante permettendo sia di accrescere le conoscenze e competenze dei manager a vari livelli sia di costruire una nuova rete di contatti con operatori del mondo finanziario. Da qui la proprietà ed il management hanno deciso di intraprendere un processo che andasse al di là del progetto Elite e che potesse finalizzarsi con un approdo in borsa sul mercato AIM Italia, quello dedicato alle Mid/Small Cap, con l'obiettivo ultimo di raccogliere le risorse, non attingendo unicamente al tradizionale canale bancario, per finanziare lo sviluppo del gruppo sia per linee interne/organiche sia per linee esterne.

All'interno di questa visione di più ampio respiro si è collocato il progetto di emissione di un mini-bond, che è stato visto come passaggio apripista, propedeutico alla potenziale IPO, e come una sorta di "palestra" per l'organizzazione utile a respirare l'aria del mondo finanziario e dei mercati regolamentati, attraverso la quotazione del prodotto sul segmento ExtraMot Pro di Borsa Italiana.

Che impegno ha comportato per l'azienda ?

Senza dubbio il lavoro necessario per arrivare a collocare sul mercato il prodotto finanziario è stato abbastanza intenso e ha comportato un maggior carico di attività in particolare al dipartimento Finance e alla direzione in termini di preparazione della documentazione propedeutica (due diligence contabile/fiscale, legale, etc.) e di negoziazioni dirette con i potenziali investitori. Tuttavia, essendo Bomi una società da anni abituata a certificare i propri bilanci e ad avere un rigido sistema di controllo di gestione, questo sforzo aggiuntivo è stato tranquillamente assorbito dalle quattro persone che hanno seguito nello specifico il progetto.

Come hanno reagito le banche ?

L'emissione del prodotto e la visibilità sui mezzi di comunicazione che il collocamento del mini-bond ha generato, sono state immediatamente recepite da tutti gli interlocutori bancari che operavano con Bomi. Senza dubbio la reazione è stata estremamente positiva: il canale bancario in qualche modo ha avuto conferma, grazie alla fiducia accordata a Bomi da operatori finanziari istituzionali e professionali, che il Gruppo era in possesso di fondamentali solidi e di un credibile e coerente progetto di sviluppo. Tutto questo, è giusto riconoscerlo, ha comportato una maggiore e più semplice capacità di accesso al credito a condizioni molto competitive.

I 3 fattori-chiave per decidere l'emissione

L'emissione del mini-bond, seppur di taglio relativamente poco corposo, ha consentito a Bomi di:

- attirare investitori tipici di AIM su un'operazione di debito;
- ottenere ampia visibilità sul mercato e sulla stampa specializzata;
- permettere all'azienda di saggiare i meccanismi del mercato

L'aspetto legato alle opportunità offerte dalla nuova normativa, seppur importante, non è stato decisivo circa la decisione di procedere all'emissione di un mini-bond piuttosto che un altro prodotto finanziario in quanto gli obiettivi e le motivazioni strategiche hanno avuto un maggior peso.

TESMEC

La storia

Il Gruppo Tesmec è leader nella progettazione, produzione e commercializzazione di prodotti speciali e di soluzioni integrate per la costruzione, la manutenzione e l'efficientamento di infrastrutture relative al trasporto di energia elettrica, dati e materiali.

Nato in Italia nel 1951 e guidato dal Presidente e Amministratore Delegato Ambrogio Caccia Dominioni, il Gruppo può contare su oltre 470 dipendenti e dispone di cinque siti produttivi, quattro in Italia, a Grassobbio (Bergamo), Endine Gaiano (Bergamo), Sirone (Lecco) e Monopoli (Bari), e uno negli Stati Uniti d'America, ad Alvarado (Texas).

Dal momento della quotazione in Borsa, 1 luglio 2010, la Capogruppo ha perseguito la strategia annunciata di diversificazione del Business per offrire una gamma completa di soluzioni integrate che l'ha portata ad avere sei differenti linee di Business.

Com'è nata l'idea?

Lo strumento è stato considerato per sostenere la strategia perseguita dal Gruppo che prevede:

- il consolidamento del proprio posizionamento di preminenza nell'ambito dei settori tradizionali Trencher e Tesatura
- l'innovazione tecnologica e l'ampliamento della gamma prodotti e tecnologie in particolare nei settori Railway e Grid Efficiency;
- la valorizzazione delle fasi di assistenza post-vendita;
- lo sviluppo di servizi integrati di fornitura;
- il proseguimento dell'espansione geografica;
- l'incremento dell'utilizzo dei sistemi del Gruppo TESMEC in sostituzione delle tecnologie tradizionali;
- lo sviluppo delle attività di service;
- l'incremento della capacità e flessibilità produttiva.

Essendo una strategia a medio-lungo termine anche le fonti di finanziamento devono essere in linea con la stessa.

Che impegno ha comportato per l'azienda?

Nel processo di emissione del Bond ci sono diversi attori che vi partecipano e nello specifico, l'Emittente, l'Arranger, i legali sia dell'Emittente che dell'Arranger, Monte Titoli per la dematerializzazione dei titoli e la Borsa Italiana.

La maggior parte delle energie e competenze è stata spesa nel monitoraggio delle scadenze prefissate e nella gestione di tutti gli attori affinché il timetable fissato fosse rispettato.

Per Tesmec S.p.A. essendo una società già quotata e quindi avendo al proprio interno figure con comprovata esperienza è stato un processo un po' più semplice ma comunque ha richiesto molta attenzione e dedizione da parte del reparto Finance, Legal e del Corporate Development.

Come hanno reagito le banche?

L'operazione di emissione e quotazione del Bond è stata seguita in qualità di Arranger dalla Banca Popolare di Vicenza che, oltre ad essersi impegnata all'intera sottoscrizione del bond, fa anche parte di un pool di banche per un finanziamento che il Gruppo ha stipulato nel marzo del 2011.

La partecipazione della Popolare di Vicenza al Pool non ha ostacolato in alcun modo l'emissione obbligazionaria ma anzi ha aumentato l'esposizione nei confronti del Gruppo.

I 3 fattori-chiave per decidere l'emissione

I tre fattori chiave pensiamo possano essere i seguenti:

- chiara strategia di medio-lungo termine;
- pianificazione finanziaria adeguata;
- progetti di sviluppo validi.

La nuova normativa e la creazione da parte di Borsa Italiana di un segmento ad hoc per questo tipo di operazione, il segmento ExtraMOT PRO, ha fatto da catalizzatore al processo ed ha reso più veloci le procedure.

Non è da dimenticare comunque che il fatto di essere quotati, e quindi avendo già una equity story pubblica oltre alla maturata capacità di dialogo con il mercato, ha permesso di ridurre le tempistiche legate alla predisposizione di documenti finanziari e strategici.

**I
F
O
N
D
I**

4

I fondi di investimento in mini-bond

| Gestore | Nome fondo |
|-----------------------------------|---------------------------------------|
| Advam Partners SGR | Advam 1 |
| Aletti gestielle SGR | Fondo Crescita Impresa Italia |
| Amundi SGR | |
| Anthilia Capital Partners SGR | Bond Impresa Territorio |
| Azimut SGR | Antares AZ I |
| Bnp Paribas Invest. partners SGR | Bnp Paribas Bond Italia PMI |
| Compass AM SA | Blue Lake Italian Minibond |
| Dueemme SGR | Fondo per le Imprese |
| Emisys Capital SGR | Emisys Development |
| Finint SGR | Fondo Minibond PMI Italia (con Mps) |
| Fysis Fund SICAV | Vesta Industrial |
| Fondo Italiano d'Investimento SGR | Fondo di fondi |
| Hedge Invest SGR | HI Crescitalia PMI Fund |
| Laborfonds | |
| Lemanik am | Equita Corporate Debt |
| Lyxor SGR | Lyxor Berica Sme Fund |
| Mediolanum Gestione Fondi | Mediolanum Flessibile Sviluppo Italia |
| Muzinich&Co. | Italian Private Debt |
| PensPlan SGR | Euregio |
| Pioneer sgr | Pioneer Sviluppo Italia |
| Riello Investimenti Partners SGR | Fondo Impresa Italia |
| River Rock | Italian Hybrid Capital Fund |
| Tenax | Tenax Opportunity Fund |
| Terranova | Renaissance Iniziativa Bond |
| Ver Capital SGR | Ver Capital Credit Partner Italia V |
| Wise SGR | Wise Private Debt |
| Zenit SGR | Progetto MiniBond Italia |

Il gruppo di lavoro sui mini-bond

Roberto Calugi



Laurea in Economia, Master in gestione aziendale al Politecnico di Milano. Decennale esperienza nell'accompagnamento delle imprese sui mercati esteri. Si occupa attualmente dei rapporti con il tessuto imprenditoriale locale per conto della Camera di Commercio di Milano, in particolare, di start up e credito. Responsabile del Consorzio camerale per il credito e la finanza, è docente di Politiche pubbliche per l'innovazione e l'internazionalizzazione alla Cattolica di Milano. È membro del Cda di Parcam, holding finanziaria della CCIAA di Milano, dell'incubatore Speed me up e di Confidi Province Lombarde.

Gianmarco Paglietti



Laurea in Scienze politiche internazionali, Master in Alti Studi Europei presso il Collegio Europeo di Parma. Per dieci anni collaboratore e poi partner presso una società di ricerca economica e di consulenza strategica per enti pubblici e imprese, dove ha maturato una pluriennale esperienza nell'organizzazione e realizzazione di progetti per il matching tra imprese e investitori e per l'accompagnamento delle aziende sui mercati internazionali. Si è occupato, inoltre, di ICT e di sostegno alle start up. Al Consorzio camerale dal 2008, dove si è occupato prevalentemente di studi e analisi sul mercato dei capitali di debito e di rischio.

Valentina Morelli



Laurea triennale e Laurea magistrale in Economia e Diritto presso l'Università Alma Mater Studiorum di Bologna. Al Consorzio camerale dal 2011 dove si è occupata di studio e analisi territoriali sul credito e la finanza, redazione di dossier e pubblicazioni sui temi relativi alla finanza delle PMI, curando in particolare gli aspetti della normativa di riferimento, elaborazione e implementazione di progetti per migliorare l'accesso al credito delle PMI (garanzie, microcredito, marchi e disegni comunitari). Dal 2013 collabora con l'Ufficio Credito e Start up della Camera di Commercio di Milano per lo studio e la progettazione di nuovi strumenti di finanza innovativa a supporto delle PMI milanesi, in particolare delle start up (mini-bond, fondi per finanziamenti agevolati, crowdfunding).

Ci trovi su:



Quelli che....i minibond



Quellicheiminibond



Quelli che i minibond

Consorzio camerale per il credito e la finanza

Via Meravigli 9/B
20123 Milano

Tel. 02 8515 4264/4269
studi@consorziocamerale.eu
www.consorziocamerale.eu