

DAVIDE D'ARCANGELO - ANGELO PALETTA

# MINIBOND

Aziende private e pubbliche possono approvvigionarsi di liquidità a debito emettendo titoli obbligazionari da quotare in Borsa Italiana come soluzione complementare al tradizionale credito bancario nel post-coronavirus

EDUSC

In copertina:

Giovanna DeJua, *Opera pittorica del Nuovo Progetto Astratto*,  
acrilico e foglia d'oro 24 kt su tela cm. 80x80, 1986

Il presente volume è stato oggetto di doppio referaggio cieco  
(double blind peer review) da parte di due referee

© Copyright 2020 – Edizioni Santa Croce s.r.l.

Via Sabotino, 2/A – 00195 Roma

Tel. (39) 06 45493637

[info@edusc.it](mailto:info@edusc.it)

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

ISBN 978-88-8333-882-3

## MANAGEMENT & FINANZA ETICA

È una collana di guide coordinata da Angelo Paletta, avente un forte approccio operativo e finalizzata a chiarire le principali tematiche del management e della finanza nel post-coronavirus. Le guide sono indirizzate sia a chi voglia delle prime nozioni, sia ai superiori e agli amministratori, nonché ai professionisti e ai manager che necessitano di un riepilogo dettagliato, rapido e facile da consultare.



- 7    Abbreviazioni e sigle
- 9    Comitato scientifico e Comitato di redazione
- 11  Introduzione di Ivo Allegro
- 13  Capitolo I  
*Cosa sono i minibond*
1. Soluzioni per finanziare l'impresa, 13 – 1.1. Perché finanziare l'impresa con i minibond, 13 – 2. Minibond: obbligazioni senza limiti contabili di emissione, 14 – 3. Minibond: strumento complementare al credito bancario, 16 – 4. Le imprese che possono emettere i minibond, 17 – 5. Dove sono quotati: ExtraMOT PRO e PRO<sup>3</sup>, 18 – 6. Redditività del business plan e flussi finanziari, 21 – 7. Diversificazione delle fonti di finanziamento, 22 – 7. I minibond e la nuova cultura della finanza aziendale, 24 – 8.1. Minibond costosi? Il TAEG nel credito bancario, 25 – 9. Effetti della quotazione su brand e marketing aziendale, 27.
- 29  Capitolo II  
*Il processo di quotazione di un minibond*
1. Dall'analisi alla quotazione in pochi step, 29 – 2. Il bilancio certificato, 30 – 3. Rating: non obbligatorio ma utile, 30 – 4. Il business plan, 31 – 4.1. Elementi di un business plan: checklist, 32 – 4.2. Il Documento di Ammissione, 33 – 5. Chi supporta l'emissione dei minibond, 34 – 5.1. L'advisor, 34 – 5.2. L'arranger, 35 – 6. Placement sull'ExtraMOT PRO e PRO<sup>3</sup> di Borsa Italiana, 38 – 6.1. Il nuovo modello distributivo MTF di ExtraMOT, 40 – 6.1. Placement: minibond quotati e non quotati, 40 – 7. Garanzie pubbliche per i minibond, 41 – 7.1. Dallo scoring al rating, 41.
- 43  Capitolo III  
*Chi può comprare i minibond emessi dalle PMI*
1. Esenzione del prospetto informativo per le PMI emittenti, 43 – 2. Chi può acquistare i minibond: investitori qualificati, 43 –

3. Gli investitori qualificati che comprano i minibond, 48 – 4. Fondi di investimento dedicati ai minibond e alle cambiali finanziarie, 49.

53 Capitolo IV

*Norme, regolamenti ed agevolazioni fiscali*

1. Quadro normativo e regolamentare, 53 – 2. Le agevolazioni fiscali, 57 – 2.1. Deducibilità degli interessi passivi, 58 – 2.2. Deducibilità dei costi di emissione, 59 – 2.3. Esenzione dalla ritenuta su interessi ed altri proventi, 60 – 2.4. Imposta di registro e imposta di bollo, 61 – 2.5. Ammortamento del disaggio di emissione, 61.

63 Capitolo V

*Minibond e tecniche finanziarie per le PMI*

1. Rischio-rendimento: centralità della durata del prestito, 63 – 2. Minibond per le PMI alla prima emissione-test, 63 – 3. Fondi di investimento e club deal: pro e contro, 64 – 3.1. Fondi di minibond, 64 – 3.2. Il ruolo del club deal nel placement dei minibond, 65 – 3.3. Approccio tattico o strategico degli emittenti minibond, 66 – 4. Minibond revolving: anticipazione di crediti, 67 – 5. I parametri in sede di pre-screening, 68 – 5.1. I documenti da produrre per avviare l'iter di eleggibilità, 69 – 5.2. Elementi di appetibilità per gli investitori, 71 – 6. Dati aziendali da pubblicare sull'ExtraMOT PRO e PRO<sup>3</sup>, 71 – 7. Elementi di calcolo finanziario, 72

75 Focus

*Calcolo della volatilità nei titoli obbligazionari*

1. La volatilità di un'obbligazione, 75 – 1.1. La duration, 75 – 1.2. La duration nel caso di rendite a rate costanti e nei titoli a cedola fissa, 77.

79 Bibliografia essenziale

81 Glossario semantico

87 Acknowledgements

## Abbreviazioni e sigle

AIM Italia	Alternative Investment Market di Borsa Italiana
Basilea 3	Regolamenti del Comitato di Basilea
BCE	Banca Centrale Europea
BEI	Banca Europea per gli Investimenti
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CCIAA	Camera di Commercio Industria Agricoltura e Artigianato
CONSOB	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
CONFIDI	Consorzio di Garanzia Collettiva dei Fidi
CRA	Credit Rating Agency
CRB	Centrale Rischi della Banca d'Italia
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBT	Earnings Before Taxes
EVA	Economic Value Added
FAQ	Frequently Asked Questions
ISIN	International Securities Identification Number
LSE Group	London Stock Exchange Group
MIFID	Istruzioni in Materia Amministrativa
MOL	Margine Operativo Lordo
MOT	Mercato Telematico delle Obbligazioni
MTF	Multilateral Trading Facilities
OF	Oneri Finanziari
OICR	Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio

OICVM	Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari
PMI	Piccole e Medie Imprese
PN	Patrimonio Netto
ROA	Return On Asset
ROI	Return On Investment
ROL	Risultato Operativo Lordo
ROS	Return On Sales
SGA	Società di Gestione Armonizzata
SGR	Società di Gestione del Risparmio
SICAF	Società di Investimento a Capitale Fisso
SICAV	Società di Investimento a Capitale Variabile
SIM	Società di Investimenti Mobiliari
TAEG	Tasso Annuale Effettivo Globale
TEGM	Tasso Effettivo Globale Medio
TIR	Tasso Interno di Rendimento
TREN	Tasso di Rendimento Nominale
TRES	Tasso di Rendimento Effettivo
TRRS	Total Rate of Return Swap
TUB	Testo Unico Bancario
TUF	Testo Unico della Finanza
TUIR	Testo Unico delle Imposte sui Redditi
WACC	Weight Average Cost of Capital



## Comitato scientifico della Collana

**Dott. Angelo Paletta**, Direttore scientifico  
Docente di management al Pontificio Ateneo Sant'Anselmo e all'ASCEV Università LUMSA, innovation manager.

**Avv. Alfonso Alegiani**, Consigliere scientifico  
Presidente della Fondazione Saxum.

**Prof. Ivo Allegro**, Consigliere scientifico  
Professore a contratto di Tecnica professionale all'Università degli Studi di Napoli "Federico II", Amministratore Delegato di Iniziativa Finanza e Innovazione (società partner di Elitè / Borsa Italiana).

**Prof.ssa Simona Arduini**, Consigliere scientifico  
Professore associato di Ragioneria all'Università degli Studi "Roma Tre" e Consigliere indipendente di Banca IFIS.

**Prof. Matteo Carnì**, Consigliere scientifico  
Professore a contratto di diritto canonico all'Università LUMSA di Roma.

**Prof. Eugenio D'Amico**, Consigliere scientifico  
Professore ordinario di Economia Aziendale all'Università degli Studi "Roma Tre", revisore legale del Fondo Pensioni Vaticano e di grandi società per azioni.

**Dott. Sergio Destito**, Consigliere scientifico  
Direttore Esecutivo della Pontificia Università della Santa Croce.

**Dott. Mario Erba**, Consigliere scientifico  
Vicedirettore Generale di Banca Popolare di Sondrio e Presidente del GEIE Coopération Bancaire pour l'Europe.

**Dott. Enea Franza**, Consigliere scientifico  
Dirigente Responsabile dell'Ufficio Consumer Protection della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB).

**Prof. Salvatore Loprevite**, Consigliere scientifico

Professore Associato di Economia Aziendale all'Università per Stranieri "Dante Alighieri" di Reggio Calabria – Dipartimento di Scienze della Società e della Formazione d'Area Mediterranea-

**Prof. Giuseppe Mastromatteo**, Consigliere scientifico

Professore ordinario di Economia Politica all'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano e Professore di chiara fama di Economia Internazionale all'Università degli Studi di Genova.

**Prof. Roberto Mavilia**, Consigliere scientifico

Professore a contratto di Innovazione e Globalizzazione all'Università Commerciale "Luigi Bocconi" di Milano e Ricercatore ad ICRIOS - The Invernizzi Centre for Research on Innovation, Organization, Strategy and Enterpreunership all'Università Commerciale "Luigi Bocconi" di Milano.

## Comitato di redazione della Collana

**Dott. Giuseppe Vacalebre**

Ph.D. in Global Studies all'UNIDA, Marie Skłodowska-Curie Fellowship, European Law and Governance School (ELGS - by EPLO) scholarship.

**Dott. Emanuele Merlino**

Consulente presso la Vice Presidenza del Senato della Repubblica, consulente della RAI e di case editrici.

**Dott. Domenico Repaci**

BRI - Belt and Road Initiative scholarship presso University of Renmin, Chinain partnership con Chongyang Institute for Financial Studies.

## Introduzione

Nel mondo post-coronavirus le aziende di valore avranno più strette sinergie con i mercati finanziari, che stanno beneficiando dell'ulteriore liquidità emessa dai principali sistemi bancari centrali per fronteggiare gli effetti devastanti del Covid-19.

In merito ai minibond, è utile ricordarne la genesi. Il Decreto Sviluppo del 2012 ha introdotto nell'ordinamento italiano la possibilità per le PMI non quotate di emettere obbligazioni sottoscritte da investitori qualificati in deroga ai parametri dell'articolo 2412 del Codice civile. La norma precedente limitava quantitativamente l'emissione di obbligazioni al doppio del patrimonio netto dichiarato nell'ultimo bilancio approvato e depositato.

Il provvedimento del Governo Monti venne emesso per fronteggiare l'incalzare della crisi e degli effetti sulla liquidità connessi col credit crunch. Tuttavia, ha aperto nuovi canali di finanziamento per le PMI non quotate.

La disciplina civilistica così modificata ha permesso a Borsa Italiana di istituire nel 2013 l'ExtraMOT PRO. Si tratta di un segmento professionale del mercato di Piazza degli Affari, economico e flessibile grazie all'esonazione dell'obbligo di pubblicazione del Prospetto Informativo. Dal 16 settembre 2019, Borsa Italiana ha aggiunto un segmento denominato ExtraMOT PRO<sup>3</sup> PLUS dedicato alle PMI emittenti bond di valore fino a 50 milioni di euro e che non sono già quotate sui mercati regolati.

I minibond quotati nell'ExtraMOT PRO nell'ExtraMOT PRO<sup>3</sup> offrono l'opportunità di avere visibilità e una storia come "emittente" alle società non quotate che strategicamente vogliono allargare i propri canali di finanziamento per alimentare la competitività della propria impresa ma anche la sua resilienza.

La disciplina degli strumenti di finanziamento per le PMI non quotate è stata ripresa e ampliata dai Governi Letta e Renzi ed ha introdotto in Italia un dibattito che, si spera, porti ad una nuova cultura della finanza aziendale. Un'ulteriore auspicabile prospettiva dei minibond è quella di superare progressivamente le criticità cagionate dall'illiquidità dei titoli emessi anche senza rating.

In Italia, infatti, l'economia reale ha prodotto redditi avvalendosi di risorse di origine bancaria. Le aziende italiane ricorrono agli istituti di credito, mediamente, per l'81% del fabbisogno finanziario, mentre le altre imprese dell'Unione Europea impiegano meno credito bancario – 66% in Portogallo, 65% in Germania, 57% in Francia e Spagna – e scelgono di utilizzare più obbligazioni, cartolarizzazioni di crediti ed altri strumenti finanziari anche di tipo fintech.

Le norme del Decreto Destinazione Italia del 2013 hanno favorito l'apertura dell'investimento finanziario nelle obbligazioni delle PMI alle compagnie di assicurazione e ai fondi pensione, che possono acquistare cambiali finanziarie e minibond per utilizzarli come riserve tecniche.

Le disposizioni del Decreto Competitività del 2014 estendono il regime tributario agevolato alle società di cartolarizzazione e agli OICR.

Laddove emessi dalle PMI, i minibond possono fruire di una garanzia statale sull'eventuale default mediante il Fondo Centrale di Garanzia che, ancorchè limitata nella sua entità massima, può contribuire a migliorare il profilo di rischio dell'operazione.

Opportunamente utilizzati, anche nella forma dei convertibili, i minibond possono essere uno strumento importante per l'evoluzione finanziaria delle PMI che oggi più che mai devono assumere un approccio da imprese scale up puntando allo sviluppo per linee interne ma anche per linee esterne mediante acquisizioni. Perché oggi, più che in passato, la dimensione conta e piccolo non è bello.

In questa nuova consapevolezza, un elemento indispensabile è una maggiore e più diffusa cultura sia della finanza d'impresa che delle tecniche di scaleup aziendale. Questo volume scritto dagli amici Davide D'Arcangelo e Angelo Paletta contribuisce ad andare nella giusta direzione nella finanza post-coronavirus.

Buona lettura.

Ivo Allegro  
*Amministratore Delegato di Iniziativa*

## Cosa sono i minibond

### 1. Soluzioni per finanziare l'impresa

Ogni impresa necessita di risorse finanziarie per svolgere la propria attività. Tali risorse possono essere ottenute da fonti diverse e con modalità differenti. Le principali tecniche di finanziamento di un'impresa sono riassumibili in 5 punti:

- 1) sottoscrizione di capitale di rischio (equity) da parte dei soci o di uno o più nuovi investitori;
- 2) incasso di anticipi commerciali e/o incremento del fatturato (e ancor più del MOL) con tempi rapidi di incasso;
- 3) accesso al credito bancario;
- 4) emissione di un prestito obbligazionario (minibond);
- 5) attribuzione di fondi pubblici a fondo perduto o a tasso agevolato per specifici progetti di investimento.

Il dato comune ricorrente in tutte queste soluzioni è l'afflusso quantitativo di denaro, mentre l'aspetto distintivo è la qualità di questo introito monetario.

Una soluzione di finanziamento indiretto, invece, è individuabile nella dilazione nei pagamenti dei debiti verso i fornitori, risultato ottenibile con la negoziazione tra le parti.

#### 1.1. Perché finanziare l'impresa con i minibond?

A seconda dei tassi di mercato, l'emissione di un minibond potrebbe risultare come la soluzione:

- a) meno impegnativa sul fronte finanziario rispetto ad operazioni di equity, dove uno o più soci potrebbero trovare "diluita" la loro quota di capitale;
- b) meno invasiva per l'assetto societario, che non subisce modificazioni; talvolta può capitare che gli stessi

- sottoscrittori di un minibond richiedano come “covenant” all’investimento che i soci e gli amministratori restino gli stessi fino al rimborso del prestito;
- c) più propulsiva per incrementare il fatturato, attraverso l’esecuzione delle azioni programmate nel business plan;
  - d) più stabile rispetto al credito bancario, sottoposto ai parametri di Basilea 3, dove permane il rischio di rientro anticipato del fido;
  - e) più focalizzata sul business plan che sulle garanzie;
  - f) senza vincoli predefiniti di spesa, al contrario di come avviene nella rendicontazione dei fondi pubblici – internazionali, europei, statali, regionali – concessi per specifici progetti approvati a valere su avvisi pubblici.

## 2. Minibond: obbligazioni senza limiti contabili di emissione

In Italia, le obbligazioni sono strumenti finanziari di debito disciplinate dagli articoli 2410-2420-*ter* Codice civile (Libro V, Titolo V, Capo V, Sezione VII *Delle obbligazioni*). Esse attribuiscono ai sottoscrittori il diritto al rimborso del capitale ed all’ottenimento di un interesse ripartito in due principali modalità tra loro alternative:



Questi elementi distintivi possono assumere connotazioni diverse, ma il diritto al rimborso e la scadenza prefissata

permettono di individuare con certezza l'esistenza di un contratto obbligazionario.

Dopo l'ultima riforma del diritto societario (D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6), che apriva timidamente all'emissione di titoli obbligazionari anche per le società non quotate, nel 2012 il Governo ha rivisto tali norme per creare nuove opportunità di finanziamento delle imprese. Il punto focale è stato quello di superare il rapporto contabile di 2 a 1 tra l'ammontare dell'emissione di titoli ed il patrimonio netto dell'azienda. A partire dal Decreto Sviluppo del 2012 (D.L. 22 giugno 2012, n. 83) la normativa italiana ha consentito anche alle imprese non quotate in Borsa di emettere obbligazioni quotate – i c.d. minibond – e di beneficiare degli stessi trattamenti fiscali delle società quotate.

Ogni minibond può assumere caratteristiche molto differenti a seconda delle esigenze di finanziamento dell'impresa emittente. Tuttavia, sono rintracciabili dei comuni denominatori:

FAQ	
Domande	Risposte
Tipologie di aziende emittenti?	PMI e grandi imprese italiane
Durata a scadenza del prestito?	Short term: max 18 mesi
	Medium-long term: min. 36 mesi
Mercato o MTF di quotazione?	ExtraMOT PRO di Borsa Italiana e ExtraMOT PRO <sup>3</sup> di Borsa Italiana
Potenziati sottoscrittori?	Investitori qualificati
Rating pubblico?	Non obbligatorio ma gradito
Bilancio d'esercizio?	Certificato da revisori contabili
Garanzie?	Non strettamente necessarie
Motivazioni del prestito?	Spiegate nel business plan

Le misure d'urgenza adottate dal 2012 al 2014 hanno introdotto anche le fattispecie delle obbligazioni subordinate e di quelle partecipative, che hanno ampliato la platea di strumenti

finanziari che, pur essendo titoli di debito, concorrono più direttamente alla condivisione dei risultati della gestione economica delle imprese, tanto da poter essere condizionati sia i tempi di pagamento che il *quantum* del rimborso del capitale sottoscritto.

### **3. Minibond: strumento complementare al credito bancario**

Nel valutare ogni operazione di finanziamento, sia esso di tipo equity o di indebitamento bancario oppure obbligazionario, è utile valutare il costo medio ponderato del capitale. Per tale motivo, sarebbe buona prassi metodologica calcolare il WACC, il CAPM e l'EVA, in modo da stimare la remunerazione attesa per il capitale, il premio per il rischio di mercato, nonché la maggiore convenienza tra l'impiego di risorse proprie rispetto a quelle ottenute in prestito.

Per ragioni culturali, molte aziende italiane si orientano a valutare un finanziamento bancario per i propri investimenti senza considerare che questa impostazione univoca potrebbe risultare non sempre la più efficiente.

Infatti, i minibond sono strumenti finanziari che presentano delle caratteristiche confrontabili con simili forme di finanziamento, migliorandone le condizioni date da:

- a) un'incomparabile certezza nella stabilità finanziaria aziendale, per il fatto che non sono assoggettabili alla revoca unilaterale del fido, come può accadere nei contratti di finanziamento creditizio;
- b) ancor prima di eventuali garanzie, vengono valutati gli aspetti qualitativi aziendali e l'attendibilità delle proiezioni quantitative di redditività scritte nel business plan;
- c) non sussiste la segnalazione in Centrale Rischi di Banca d'Italia, perché non si tratta di un credito bancario ma di un prestito obbligazionario;
- d) sono pubbliche le condizioni generali del prestito (outstanding, tasso di interesse applicato, data di rimborso, codice ISIN) in caso di quotazione sull'ExtraMOT PRO;



- e) indirettamente la società beneficia di un rafforzamento del brand per la visibilità internazionale offerta dalla quotazione del proprio debito in Borsa Italiana; tale posizione è primo indice del miglioramento della trasparenza e della reputazione aziendale, nonché della solidità finanziaria.

#### 4. Le imprese che possono emettere i minibond

Prima della normativa sui minibond, infatti, le uniche imprese che potevano emettere obbligazioni senza limitazioni contabili erano le società con le azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni a loro volta quotate. Ma a partire dal Decreto Sviluppo del 2012 anche le società non quotate, con l'ausilio degli intermediari professionali, hanno ottenuto la possibilità di accedere in Borsa Italiana e nei MTF.

Il provvedimento governativo emanato d'urgenza, per fronteggiare il perdurare della crisi e la spirale degli effetti connessi col credit crunch, ha disegnato nuovi canali di finanziamento e varato degli incentivi fiscali. Infatti, alle imprese non quotate diverse dalle microimprese descritte nella Raccomandazione 2003/361/CE è stato applicato lo stesso regime tributario delle società per azioni negoziate nei mercati regolamentati e nei MTF degli Stati white list.

<b>Parametri aziendali della Raccomandazione 2003/361/CE</b>			
<b>Dimensione</b>	<b>Unità Personale</b>	<b>Fatturato in Euro</b>	<b>Emissioni Minibond</b>
<b>Micro</b>	meno di 10	meno di 2 milioni	<b>NO</b>
<b>Piccole</b>	tra 10 e 49	tra 2 e 10 milioni	<b>SI</b>
<b>Medie</b>	tra 50 e 249	tra 10 e 50 milioni	<b>SI</b>
<b>Grandi</b>	da 250 e più	più di 50 milioni	<b>SI</b>

Il Codice civile così modificato ha permesso a Borsa Italiana di istituire nel 2013 l'ExtraMOT PRO, che è il segmento professionale del mercato ExtraMOT, e presenta delle caratteristiche di agevole accesso e di flessibilità soprattutto per le PMI che hanno scelto la via della crescita competitiva sui mercati finanziari.

## 5. Dove sono quotati i minibond: ExtraMOT PRO e PRO<sup>3</sup>

L'art. 32 del Decreto Sviluppo del 2012 ha introdotto la possibilità per le PMI non quotate di accedere ai mercati finanziari regolamentati o nei MTF per il collocamento dei propri titoli di debito. Pochi mesi dopo, nel febbraio 2013, Borsa Italiana – London Stock Exchange Group ha attivato il segmento di mercato ExtraMOT PRO diventando in Italia un mercato di riferimento per l'approvvigionamento finanziario delle PMI non quotate.

L'ExtraMOT PRO, infatti, è un segmento del mercato ExtraMOT che è stato riservato agli investitori qualificati, dove vengono negoziati i minibond, cambiali finanziarie, strumenti partecipativi e project bond.

Dal 16 settembre 2019 le emissioni fino a € 50.000.000 sono negoziate nel nuovo segmento denominato ExtraMOT PRO<sup>3</sup>.

<b>Borsa Italiana</b> (London Stock Exchange Group)		
Mercato Obbligazionario	MTF per gli strumenti obbligazionari	
MOT	ExtraMOT	ExtraMOT PRO e ExtraMOT PRO <sup>3</sup>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- titoli di Stato</li> <li>- corporate bond</li> <li>- sovranazionali</li> <li>- ABS</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- obbligazioni e titoli di debito negoziati in altri mercati regolamentati dell'UE</li> <li>- titoli di Stato esteri</li> <li>- obbligazioni bancarie non quotate</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>minibond</b></li> <li>- cambiali finanziarie</li> <li>- project bond</li> <li>- strumenti partecipativi</li> </ul>

Per gli investitori qualificati che sottoscrivono i minibond si tratta di un mercato ancora molto illiquido. Ciò significa che i titoli obbligazionari sottoscritti vengono generalmente tenuti fino alla scadenza.

Gli strumenti collocati sull'ExtraMOT PRO da febbraio 2013 a febbraio 2020 e sull'ExtraMOT PRO<sup>3</sup> dal 16 settembre 2019 a febbraio 2020 hanno registrato un valore nominale complessivo

superiore ai 31 miliardi euro ed un numero di strumenti emessi pari a 415. Da notare sono le crescenti emissioni di outstanding al di sotto dei 30 milioni di euro:

<b>outstanding &lt; 30 milioni</b>	<b>numero</b>	<b>controvalore in euro</b>
Minibond	298	1.780.590.350
cambiali finanziarie	25	62.900.000

<b>Analisi statistica outstanding</b>	<b>controvalore in euro</b>
media matematica	73.461.855
moda statistica	5.000.000

<b>Tassi di interesse medi applicati</b>	<b>in percentuale</b>
media matematica in ammissione	4,19%
media ultimi 3 anni	3,91%

Un dato significativo è che aumentano le emissioni di minibond sotto 1 milione di euro, che andranno negoziate nell'ExtraMOT PRO<sup>3</sup> dedicato ai bond di taglio fino a 50 milioni di euro.

Fonte: Borsa Italiana - LSE Group

	<b>Dati a febbraio 2020</b>	
	<b>Quotati</b>	<b>Nuovi</b>
<b>Numero strumenti negoziati</b>	164	2
<b>di cui cambiali finanziarie</b>	0	0
<b>Numero emittenti a febbraio 2020</b>	117	2
<b>Outstanding emesso a febbraio 2020</b>	€ 4.471.200.000	
<b>Outstanding ExtraMOT PRO dal 2013 incluso Outstanding ExtraMOT PRO<sup>3</sup></b>	€ 21.971.800.000	
<b>Outstanding ExtraMOT PRO<sup>3</sup> dal 2019</b>	€ 89.800.000	
<b>Contratti ExtraMOT PRO dal 2013</b>	6.156	
<b>Contratti ExtraMOT PRO<sup>3</sup> dal 2019</b>	163	

Un altro elemento degno di rilievo è la diversa forma di rimborso dei titoli, che registrano la preponderanza dei *bullet*, tecnica finanziaria che rimborsa il capitale di debito in un'unica soluzione alla scadenza, mentre nei titoli *amortising* il capitale viene rimborsato progressivamente tramite un programma di ammortamento a cui si aggiunge il pagamento della quota di interessi periodica.

Come è noto l'economia italiana è caratterizzata da un sistema produttivo avente una dimensione aziendale scarsamente patrimonializzata, minore anche rispetto alla media comunitaria.

Nello Small Business Act del 2013 la Commissione Europea ha registrato che il 99,9% delle imprese italiane sono PMI, di cui solo il 5,5% (pari a circa 200.000) sono piccole e medie aziende, mentre il 94,4% (pari a circa 3,5 milioni) sono microimprese.

Tuttavia, l'agenzia di rating Cerved Group ha stimato che oltre 34.000 imprese italiane hanno fatturati tra 5 e 250 milioni di euro e requisiti di eleggibilità per emettere minibond e cambiali finanziarie (Cerved Group, *Is there a market for mini-bonds in Italy? A snapshot of unlisted companies*, ottobre 2013).

Aziende	Italia		UE 27
	Numero	% tot.	% media
<b>Micro</b>	3.491.826	94,4%	92,1%
<b>Piccole</b>	<b>183.198</b>	<b>5,0%</b>	<b>6,6%</b>
<b>Medie</b>	<b>19.265</b>	<b>0,5%</b>	<b>1,1%</b>
Totale PMI	3.694.289	99,9%	99,8%
<b>Grandi</b>	3.196	0,1%	0,2%
<b>Totale</b>	3.697.485	100%	100%

Il dato italiano va considerato anche alla luce di una cultura aziendale di tipo familistico, che non di rado ricorre all'adagio "*famiglia ricca, impresa povera*" in una logica di depauperamento dell'impresa a vantaggio della famiglia, tanto da ampliare le asimmetrie informative e la soggettività dell'imprenditore

nell'azienda come elemento sia di successo sia – al contempo – di limite e di fragilità.

Le imprese italiane di medie e piccole dimensioni sovente si sono avvicinate al mercato del credito secondo un approccio non ponderato tra i vantaggi e gli svantaggi delle diverse forme di finanziamento, soprattutto se posseggono una scarsa patrimonializzazione e devono confrontarsi con i più stringenti parametri di Basilea 3.

Le cambiali finanziarie, le anticipazioni bancarie, i certificati di investimento, i prestiti e i finanziamenti, gli aumenti di capitale, sono le forme più richieste dalle PMI ma nondimeno possono rivelarsi strumenti meno efficienti di altre forme di gestione della finanza aziendale.

## **6. Redditività del business plan e flussi finanziari**

Con il business plan, infatti, l'advisor aiuta la PMI a descrivere la situazione dimensionale e la solidità finanziaria aziendale nonché a programmare lo sviluppo imprenditoriale, partendo da un approfondito studio del mercato e delle prospettive attese.

Diverse sono le metodologie di calcolo che sicuramente tornano utili per valutare il costo medio ponderato del capitale, il suo rendimento, nonché quello minimo atteso, affinché venga definito il premio per il rischio di mercato (ROE, ROI, ROS, etc.).

Il dato misurato da questi indicatori è importante sia per gli investitori, che intendono immettere risorse nell'impresa al fine di ottenere un ritorno economico, sia per le società di rating, qualora fossero incaricate ad emettere un giudizio sul merito di credito.

Tale documento manageriale e contabile, in particolare, è utile per:

- a) stimare i flussi di cassa relativi al periodo dell'emissione obbligazionaria;
- b) quantificare il fabbisogno finanziario e la capacità di adempiere, in modo realistico e sostenibile, agli impegni sottoscritti nei tempi stabiliti contrattualmente.

Le ipotesi economiche e finanziarie su cui si impernia il business plan devono perentoriamente essere veritiere e documentabili, in particolar modo per le proiezioni sui tassi di crescita del fatturato, sulla capacità di generare flussi di cassa nel futuro, sulla marginalità del progetto di investimento.

È fondamentale ricordare sempre questo punto chiave: qualsiasi progetto, se la pianificazione effettuata è corretta (e assolve quindi a una fondamentale funzione di controllo preventivo), può abortire anche nella fase iniziale di definizione delle proiezioni economico finanziarie correlate, qualora queste dovessero evidenziare la mancanza o il venir meno di adeguati presupposti reddituali e finanziari (Bronconi – Cavaciocchi, *Business plan*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2013).

Tra le funzioni del business plan, infatti, vi è quella di calcolare gli indicatori di solidità finanziaria e di ipotizzare verosimilmente i flussi di cassa attesi con i quali restituire il finanziamento ottenuto dagli investitori. Questi, infatti, presteranno particolare attenzione anche all'information memorandum, ove sono precisate alcune informazioni confidenziali sulla storia dell'azienda, sulla struttura operativa e sull'organizzazione del business nello specifico mercato di riferimento.

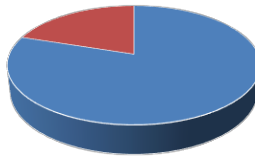
Tutto questo lavoro documentale dell'advisor è fondamentale per valutare il profilo di rischio aziendale. Tale analisi è basilare tanto per l'arranger, quanto – in via eventuale – per le agenzie di rating accreditate presso la CONSOB e l'ESMA al fine di esprimere un giudizio qualificato sul merito di credito.

## **7. Diversificazione delle fonti di finanziamento**

In Italia è soprattutto il credito bancario ad avere il ruolo chiave nel finanziamento per indebitamento di una PMI. Invece, la prassi corrente delle imprese nel mondo anglosassone, in quello statunitense in particolare, è orientata verso un'ampia diversificazione delle fonti di finanziamento.

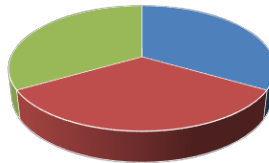
A livello visivo questa diversità è plasticamente percepibile usando il grafico a torta, dove la suddivisione delle risorse ha un'eguale tripartizione.

### Fonti di approvvigionamento delle risorse finanziarie in Italia



- 80% Credito bancario (lending)
- 20% Capitale proprio (equity)
- 0% Fondi di mercati finanziari

### Proiezione teorica ottimale della ripartizione delle risorse finanziarie



- 33,3% Credito bancario (lending)
- 33,3% Capitale proprio (equity)
- 33,3% Fondi di mercati finanziari

## **8. I minibond e la nuova cultura della finanza aziendale**

Trattandosi di un argomento tanto innovativo, con forti implicazioni nel rapporto banca-impresa, quanto ineludibile, per le nuove regole del corporate finance connesse con Basilea 3, si registra la necessità di un'evoluzione culturale da parte delle PMI, dei professionisti, dei consulenti del private debt, nonché di tutti gli operatori del settore. Risulta sempre più importante, quindi, la diffusione della consapevolezza di dover costruire nuove strategie di finanza aziendale, innovative modalità di approvvigionamento delle risorse sui mercati, avvalendosi di strumenti personalizzati nel quadro dei dettami delle autorità di regolazione e vigilanza.

Tra il 2015 e il 2020 si è registrata una forte crescita nei collocamenti sull'ExtraMOT PRO, ma sono anche gli anni in cui si sono registrate le prime crisi. Grafiche Mazzucchelli, Moviemax e Filca Cooperative sono alcune società emittenti minibond che hanno dichiarato default. Tali vicende devono aumentare l'attenzione nell'uso degli strumenti finanziari e la prudenza nelle valutazioni di merito. Tuttavia, successi e fallimenti fanno parte dell'ordinaria dinamica dell'economia ed il rischio di default è un fattore che va sempre ponderato, sia da parte degli emittenti che da parte dei sottoscrittori.

Nel mercato vi sono valide opportunità di crescita e visibilità, che possono essere colte in un'ottica di pianificazione aziendale. Ciò vale, soprattutto, nel rapporto con le banche e con gli investitori qualificati, che in questa fase storica sono alla ricerca di rendimenti appetibili in un quadro di deflazione strutturale.

Infatti, a seguito delle politiche monetarie espansive programmate ed attuate dalla BCE che vanno sotto la denominazione di Quantitative Easing, si sono riversate sui mercati obbligazionari ingenti masse di liquidità che hanno approssimato allo zero i rendimenti risk-free, nonché portato il tradizionale segmento high yield a rendimenti che non premiano il rischio incorporato nei bond in portafoglio.



Questo scenario offre nuove opportunità di collaborazione tra il mondo della finanza e dell'economia reale, che in Italia è per larga parte un mercato ancora tutto da sviluppare.

### 8.1. Minibond costosi? Il TAEG nel credito bancario

Alcuni ritengono che i minibond siano strumenti genericamente costosi per l'emittente, abbiano tempi di strutturazione indefiniti, ovvero non sempre facilmente determinabili, e per questo percepiti come lunghi. Altri, invece, sostengono superficialmente che la loro strutturazione sia una pratica complessa ed alquanto gravosa per gli uffici amministrativi delle società emittenti. Tutto ciò non corrisponde propriamente al vero ma l'attuale imperfezione del mercato potrebbe offrire incidentalmente conforto a queste tesi. Il credito bancario, anche al tempo dei bassi tassi di interesse, presenta costi più alti ma che non sono percepiti come tali nella loro interezza. Il dato che va considerato non è tanto il tasso di interesse nominale annuale, quanto il TAEG, da confrontare ogni tre mesi con il TEGM.

<b>Voci di costo di un mutuo</b>
Tasso di interesse nominale annuale
<b>Costi connessi e accessori</b>
Commissione di provvista trimestrale
Spese di istruttoria
Spese di incasso della rata
Spese per produzione ed invio comunicazioni di trasparenza in formato cartaceo
Imposte

<b>Voci di costo di un'apertura di credito in c/c</b>
Tasso di interesse nominale annuale
<b>Costi connessi e accessori</b>
Commissione trimestrale per la messa a disposizione dei fondi (c.d. "commissione di provvista")
Oneri
Bolli

## CONFRONTO TRA MUTUO E MINIBOND LONG TERM

	<b>Mutuo</b>	<b>Minibond</b>
<b>Finanziatori</b>	Banche	Investitori qualificati
<b>Scadenza del prestito</b>	Medio-lungo termine	Medio-lungo termine
<b>Modalità di rimborso</b>	Predeterminate / revolving	Predeterminate
<b>Recesso unilaterale</b>	Si	No
<b>Criteri di valutazione del debitore</b>	Solidità patrimoniale, profittabilità, cash-flow	
	Aspetti qualitativi sulla relazione tra banca e cliente	Aspetti qualitativi aziendali. Aspetti quantitativi sulle previsioni del business
<b>Garanzie reali</b>	Di norma richieste	In genere non richieste
<b>Tasso di interesse</b>	Costo del denaro e della liquidità della banca, valutazione del merito creditizio, competitività del credito bancario, presenza di collaterali	Aspetti qualitativi aziendali. Aspetti quantitativi basati sulle previsioni del business
<b>Costi</b>	Spese di istruttoria della pratica di fido	Spese legali (negoziazione, regolamento del prestito); certificazione del bilancio; quotazione, rating, advisory
<b>Collocamento</b>	Operazione bilaterale o in pool	Private placement; emissioni pubbliche: consorzio di garanzia e collocamento
<b>Pubblicità delle Condizioni</b>	No	Si
<b>Rating esterno</b>	No	Si
<b>Segnalazione in Centrale Rischi</b>	Si	No
<b>Tempi di Negoziazione</b>	Dipendono dalla complessità dell'operazione	

## 9. Effetti della quotazione su brand e marketing aziendale

L'emissione di minibond nell'ExtraMOT PRO o nell'ExtraMOT PRO<sup>3</sup> di Borsa Italiana può ingenerare degli effetti potenzialmente positivi sul brand e sulle politiche di marketing aziendale.

Innanzitutto, tra i consumatori la diffusione della notizia dell'approdo dell'impresa in Borsa Italiana consente di maturare una maggiore *brand awareness* (notorietà) finalizzata a conquistare una più estesa *brand perception* (conoscenza della marca). Ciò permetterà di registrare un innalzamento dell'indice del *brand recognition*, utile a misurare la capacità mnemonica dei consumatori di associare un marchio ad un prodotto/servizio o all'impresa proprietaria.

Inoltre, la pubblicità della quotazione di un minibond nell'ExtraMOT PRO o nell'ExtraMOT PRO<sup>3</sup> potrebbe essere finalizzata sia a migliorare la *brand image*, che ha la funzione di creare l'immaginario e le aspettative dei consumatori sui prodotti e servizi aziendali, sia la *brand identity*, con cui l'azienda trasmette ai consumatori la percezione che desidera venga provata nell'utilizzo dei propri prodotti e servizi.

Sul piano del patrimonio aziendale, inoltre, tutto ciò può aumentare il valore del marchio in condizioni di funzionamento, il c.d. *brand equity*, così come il valore del marchio in condizioni di cessione, *brand value*, per la loro accresciuta notorietà.

Questi elementi sono strettamente interconnessi col *brand management*, che serve a potenziare il *perceived value* (valore percepito) del *brand image* e, quindi, ad innalzare conseguenzialmente il valore del *brand* in modo strumentale all'incremento delle vendite e del fatturato.

Studi scientifici e prassi commerciali consolidate hanno attribuito grande importanza al processo di *brand activation*, ossia la metodologia di marketing con cui un marchio diviene riconoscibile tra i consumatori tanto da influenzarne le percezioni, le preferenze ed i comportamenti nelle fasi di acquisto dei prodotti e dei servizi.

Non di rado, infatti, PMI che hanno raggiunto il collocamento in Borsa hanno conquistato nuovi clienti e quote di mercato proprio grazie alla loro maggiore notorietà.

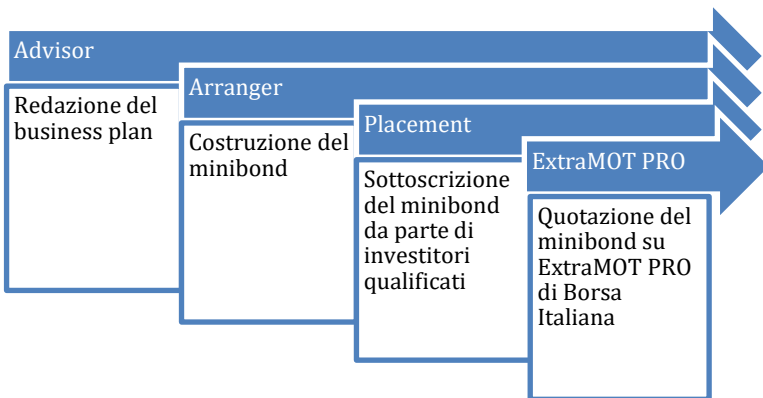
## Il processo di quotazione di un minibond

### 1. Dall'analisi alla quotazione in pochi step

L'attività propedeutica all'emissione obbligazionaria si compone schematicamente di quattro fasi distinte ma interconnesse:

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

Le PMI non quotate, che intendono finanziare la propria attività aziendale ricorrendo al mercato regolamentato del debito, necessitano di specifiche professionalità in ambito legale, amministrativo e finanziario, che sovente le aziende non posseggono nel proprio organico ma che possono trovare in un advisor esterno.



La funzione di questa figura professionale è quella di supportare la società emittente nel predisporre la documentazione tecnica e l'analisi di fattibilità unitamente al business plan, nel definire le peculiarità dello strumento obbligazionario coadiuvandosi con