



POLITECNICO
MILANO 1863
SCHOOL OF MANAGEMENT

Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation

10° Report italiano sui Minibond



marzo 2024

Indice

	pagina
Introduzione	2
<i>Executive summary</i>	3
1. Minibond: definizioni e contesto	7
□ Definizioni metodologiche	7
□ Il contesto del mercato del capitale per le PMI	8
□ La normativa rilevante	12
□ Il segmento obbligazionario Euronext Access Milan di Borsa Italiana	14
□ I <i>minibond</i> in Europa nel 2023	20
2. Le imprese emittenti	25
□ Il campione aggiornato fino al 2023: statistiche descrittive	25
□ Le operazioni di sistema e i <i>'basket bond'</i>	30
□ I costi del collocamento	32
□ L'analisi dei bilanci	33
3. Le emissioni	37
□ La tassonomia dei <i>minibond</i>	37
□ Le emissioni fino al 2023: statistiche descrittive	38
□ Scadenza e remunerazione offerta	41
□ Il <i>rating</i>	44
□ Opzioni, <i>covenant</i> e garanzie	45
□ Le motivazioni del collocamento	48
□ <i>Focus: i minibond ESG</i>	49
4. Gli attori della filiera	55
□ I consulenti finanziari: gli <i>advisor</i>	55
□ I consulenti legali	56
□ Gli <i>arranger</i>	56
□ Le società di <i>rating</i>	57
□ Gli investitori	58
□ Le banche agenti, le banche depositarie e i centri servizi	59
□ Portali dedicati ai <i>minibond</i>	59
□ I fondi di <i>private debt</i> attivi sui <i>minibond</i>	60
Appendice. Elenco delle emissioni di <i>minibond</i> nel 2023	65
La School of Management	69
Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca	71

Introduzione

Il Report italiano sui Minibond compie 10 anni. Il nostro compleanno coincide però con un significativo calo delle emissioni e della raccolta nel 2023, che ci riporta ai volumi visti nell'era della pandemia. È immediato individuare la causa guardando all'aumento dei tassi di interesse sul mercato, che ha 'alzato l'asticella' per le imprese; se in passato cedole del 4%/5% risultavano attraenti per gli investitori, ora non lo sono più. Come mostrano i numeri, il tasso cedolare fisso medio per i *minibond* nel 2023 è salito di quasi 200 *basis point* rispetto al 2022 (arrivando al 7,17%) mentre il tasso variabile è passato da 5,31% a 6,69%. È probabile che un buon numero di imprenditori non siano disposti a farsi prestare denaro a questo costo.

Un secondo elemento che può avere impattato è l'incertezza sul futuro delle garanzie pubbliche, esauriti i provvedimenti emergenziali, che per molti mesi ha segnato il mercato, lasciando tutti gli operatori della filiera con il fiato sospeso.

Forse l'elemento più allarmante, evidenziato anche nei giorni scorsi dal Centro Studi di Confindustria, è stato il sostanziale blocco degli investimenti fissi nel 2023 rispetto ai buoni ritmi del biennio precedente, che ha contribuito a frenare la domanda di finanziamenti dalle imprese.

Il dato interessante, confermato dal recupero dei volumi delle emissioni di *minibond* nel secondo semestre dell'anno, è che gli operatori segnalano una buona *pipeline* di opportunità per il 2024. Si può quindi scommettere su un recupero dei volumi e sull'arrivo di nuove emittenti, grazie anche ai nuovi *basket bond* in arrivo. Le innovazioni normative introdotte dalla Legge 'Capitali' e dal Regolamento UE ECSP sul *crowdfunding* possono contribuire ad aprire nuove opportunità.

Nonostante il *trend* sfavorevole, il 2023 ha segnato qualche piccolo *record*. Le emissioni ESG (*green bond* e *sustainability-linked bond*) hanno raccolto ben € 351 milioni ovvero il 32% dell'intera raccolta annuale. I *minibond* si scoprono dunque come strumenti validi per favorire la transizione ecologica e la sostenibilità. Inoltre, dai numeri del Report emerge che il 26% degli investimenti tracciati in *minibond* è arrivato da banche e fondi esteri, interessati soprattutto al tema delle infrastrutture. È il valore più elevato degli ultimi anni, che testimonia le buone potenzialità dello strumento e l'apertura di credito da parte degli investitori esteri verso le PMI italiane.

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

Buona lettura!

marzo 2024

Executive summary

Minibond: definizioni e contesto

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

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

I *minibond* rappresentano una forma di finanziamento alternativa e complementare al credito bancario per diversificare le fonti e accedere al mercato competitivo degli investitori professionali.

Nel 2023 l'industria italiana dei *minibond* ha registrato un calo rispetto al trend di crescita degli anni precedenti (si veda la Figura 0.1) legato a una serie di fattori congiunturali, *in primis* l'aumento dei tassi di interesse sul mercato e la debolezza dell'economia. Il calo è stato particolarmente marcato nel primo semestre, mentre nel

secondo semestre si è vista una ripresa e le aspettative per il 2024 sono positive a detta degli operatori.

Fra le novità del 2023 si segnalano la definitiva entrata in vigore del Regolamento europeo ECSP sulle piattaforme che offrono servizi di *crowdfunding* e l'approvazione del DDL 'Capitali'. Comportano novità interessanti per i collocamenti dei *minibond*.

Le imprese emittenti

La ricerca, considerando i parametri prima introdotti, ha identificato nel 2023 165 emittenti di *minibond* (fra cui ben 123 si sono affacciate sul mercato per la prima volta), in significativo calo rispetto alle 268 del 2022. Fra queste, 123 sono PMI in base ai criteri dell'Unione Europea.

Le emittenti del 2023 sono per il 53,3% SpA, per il 45,5% Srl e per l'1,2% società cooperative. Il calo delle emittenti caratterizza tutte le fasce di fatturato ma soprattutto le imprese più grandi. Le emittenti quotate sul listino azionario sono state 11 (in 8 casi su Euronext Growth Milan).

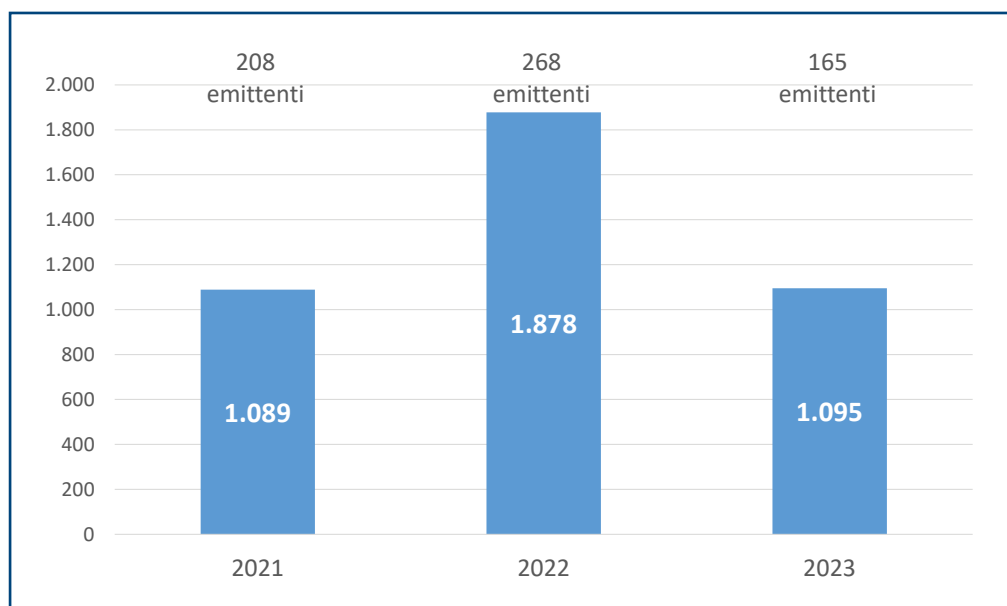


Figura 0.1

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

Per quanto riguarda il settore di attività, il comparto manifatturiero è sempre in testa (29,7% del campione 2023) seguito dalle attività professionali (15,1%) e dal commercio (13,9%).

La Lombardia è sempre prima per numero di emittenti (56) seguita da Campania (19) e Emilia Romagna insieme al Lazio (15).

Nel 2023 è sceso il flusso di raccolta dei *basket bond*, ovvero progetti di sistema volti ad aggregare le emittenti per area geografica o per filiera produttiva, anche attraverso operazioni di cartolarizzazione. Ai nastri di partenza ci sono però diverse nuove iniziative che lasciano ben sperare per il 2024. In totale, le imprese emittenti nei 10 anni censite dall'Osservatorio sono 1.158.

Le emissioni

Il database dell'Osservatorio è arrivato a collezionare 1.679 emissioni di *minibond* effettuate dalle imprese del campione a partire dal 2013 (in alcuni casi le imprese hanno condotto più emissioni).

Il valore nominale totale dei *minibond* nel campione arriva a € 9,98 miliardi (€ 4,32 miliardi considerando solo le emissioni fatte da PMI).

Il 2023 ha contribuito con € 1,095 miliardi da 184 emissioni (l'anno scorso erano state 288) di cui il 39% è stato di importo inferiore a € 2 milioni. Il calo annuale sulla raccolta è pari al 42% ed è mancato soprattutto un contributo di circa € 500 milioni dai *basket bond*. Il capitale che compete alle sole PMI è stato pari a € 687 milioni.

Il valore medio tendenziale dei collocamenti nel secondo semestre 2023 è uguale a € 5,21 milioni, contro € 7,48 milioni del primo semestre.

Una piccola parte dei *minibond* è stata quotata su un mercato borsistico; nel 2023 tale percentuale è all'8%. Addirittura, ExtraMOT PRO³ - ora Euronext Access Milan - è stato superato dai listini esteri (in particolare Vienna) con 3 nuovi titoli quotati contro 11.

Per quanto riguarda la scadenza, la distribuzione continua ad essere molto variegata, con una serie di titoli *short term* con *maturity* a pochi mesi ed emissioni a più lunga scadenza. Il valore medio del 2023 è 5,21 anni (in lieve calo rispetto al 2022). La maggioranza dei titoli prevede il rim-

borso del titolo a rate successive (*amortizing*). Nelle emissioni a breve scadenza è relativamente più frequente la modalità *bullet*, con un rimborso integrale alla scadenza.

Per quanto riguarda la cedola, si rafforza la tendenza a offrire una remunerazione variabile legata ai tassi di mercato; la troviamo in 98 casi nel 2023 (53,3%). Cresce decisamente la remunerazione offerta, in linea con la dinamica dei tassi sul mercato (la media è 7,17% per il tasso fisso e 6,69% per il tasso variabile). L'incremento è rispettivamente di 196 e 138 *basis point* rispetto all'anno prima.

Anche nel 2023 si sono viste emissioni di *minibond* (21) con cedola indicizzata alla *performance* ESG dell'azienda.

I titoli senza garanzie, sulla scia dei provvedimenti emergenziali post-Covid, sono ancora una minoranza del mercato ma crescono dal 20% al 26%.

Il ricorso al *rating* emesso da agenzie autorizzate è rimasto minoritario nel 2023 (il 28% delle emissioni l'ha richiesto).

La motivazione principale del collocamento rimane la crescita interna, seguita dal rifinanziamento del debito pregresso.

Nel campione del 2023 troviamo 16 *green minibond* e 21 *sustainability-linked minibond*, per un controvalore di € 351,45 milioni, una quota di mercato pari al 32% della raccolta annuale.

Gli attori della filiera

Come ogni anno la ricerca passa poi a identificare la situazione della catena del valore che ha caratterizzato il mercato dei *minibond* nel 2023.

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

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

La società di *rating* è un altro attore di rife-

rimento nell'emissione di giudizi indipendenti sulla solvibilità dell'emittente.

Importante anche il ruolo delle banche agenti, delle banche depositarie e dei centri servizi, che assistono le emittenti nei processi amministrativi correlati alla dematerializzazione dei titoli, alla gestione dei pagamenti e al *follow-up*.

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

Per quanto riguarda gli investitori che hanno sottoscritto i *minibond*, il 2023 ha confermato il ruolo primario - sebbene in contrazione - delle banche italiane (hanno sottoscritto il 28% dei volumi), seguite dai fondi di *private debt* italiani (stabili al 22%). Fondi stranieri e banche estere han-

no incrementato in modo consistente la propria quota arrivando al 26%. La Cassa Depositi e Prestiti (CDP) ha coperto il 13% dei volumi tracciati.

È sceso invece il volume dei titoli collocati su piattaforme di *crowdfunding*, passato da € 37,7 milioni del 2022 a € 22,2 milioni.

Fra i fondi di credito specializzati, sono arrivati nuovi *player* e altri hanno iniziato la raccolta, ma gli operatori sono ancora pochi. Sarebbe auspicabile allargare la platea degli investitori e riservare maggiore attenzione all'investimento nelle PMI non quotate.

L'aspettativa è che nel 2024 si possa assistere ad un recupero dei volumi, sempre che non arrivino turbolenze improvvise sul mercato.



1. *Minibond*: definizioni e contesto

Definizioni metodologiche

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

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

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

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

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

L'attenzione sul mercato dei *minibond* in Italia è sorta a valle della crisi finanziaria del 2008-2009, conseguentemente alla riduzione dell'offerta di credito dalle banche soprattutto nei confronti delle PMI, fenomeni che negli anni successivi si sono attenuati soprattutto grazie alle politiche monetarie espansive della Banca Centrale Europea ma che sono tornati di attualità nel 2020 con le difficoltà legate alla pandemia Covid-19, al ritor-



Graziano Novello
(Sella Investment
Banking)

“Il 2024 può rappresentare un anno di forte ripresa per il mercato del Private Debt, frenato nel 2023 dall’impennata dei tassi di interesse e dal rallentamento degli investimenti di molte aziende italiane. Riteniamo che i progetti di aggregazione tra imprese e il finanziamento di iniziative ad impatto ambientale e/o sociale positivo saranno le leve fondamentali in cui il Private Debt potrà giocare un ruolo da protagonista”

no dell’inflazione e al conseguente aumento dei tassi di interesse negli ultimi due anni. Vogliamo infine precisare che alcune statistiche riferite al passato e qui riportate possono cambiare rispetto ai dati pubblicati nei Report precedenti, in quanto l’aggiornamento del *database* avviene dinamicamente nel tempo e tutti i numeri vengono costantemente verificati.

Il contesto del mercato del capitale per le PMI

Secondo le ultime stime dell’ISTAT, il prodotto interno lordo in Italia è cresciuto dello 0,7% nel 2023, rallentando rispetto al 2022 quando si era registrato un aumento del 3,7%. La lieve crescita, di poco superiore alla media UE, è spiegata più che altro dai consumi interni mentre c’è stato un forte rallentamento degli investimenti fissi.

I prezzi al consumo sono cresciuti ma meno rapidamente rispetto al 2022. Nel 2023 viene riportato un tasso di inflazione pari a 5,7% contro l’8,1% del 2022, con un valore tendenziale prossimo a quello osservato prima della guerra in Ucraina. Sono scesi i prezzi delle componenti energetiche mentre sono saliti i prodotti alimentari-bevande e i servizi ricettivi e di ristorazione.

La Banca Centrale Europea si è mostrata prudente nelle scelte di politica monetaria. Mentre i mercati hanno già scontato da tempo una prossima riduzione, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali è passato da 2% a inizio anno fino al 4%, il valore più alto mai visto da quando esiste l’Euro.

I mercati azionari non hanno comunque perso vigore, dopo la fase negativa del 2022; nel corso del 2023 l’indice FTSE Mib è salito del 28%. Gli indici delle imprese di piccola e media capitalizzazione sono andati un po’ peggio (FTSE Italia Mid Cap +13%, FTSE Italia Small Cap +2%) mentre il FTSE Italia Growth (relativo al listino non regolamentato per le PMI Euronext Growth Milan) è sceso del 10%.

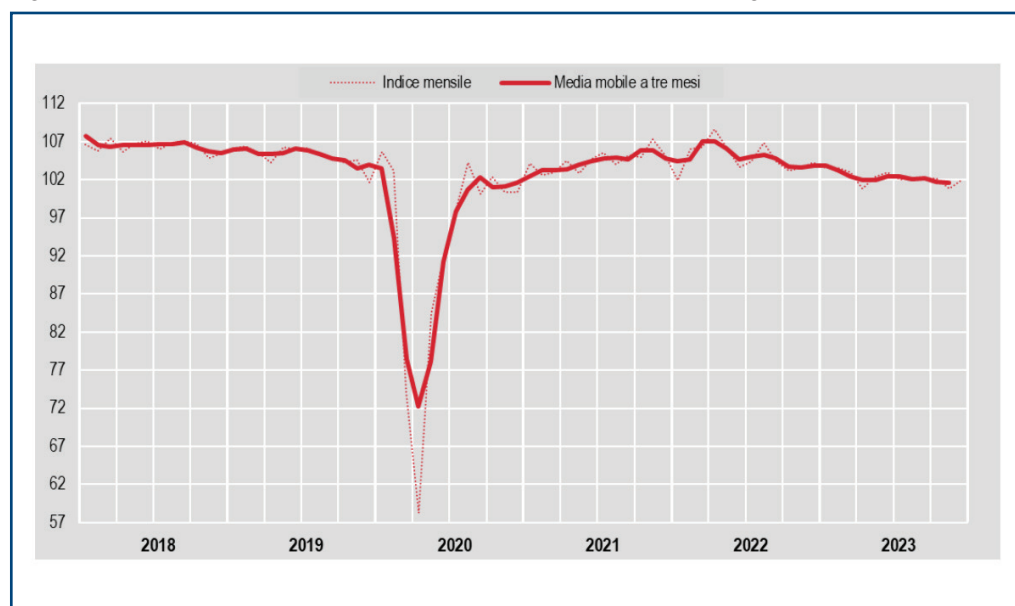
I tassi sul mercato obbligazionario dell’Euro sono ovviamente cresciuti, con i titoli di stato decennali tedeschi che a inizio ottobre 2023 hanno sfiorato la soglia del 3% per poi ripiegare gradualmente fino all’1,93% a fine anno. Lo *spread* dei titoli di Stato decennali italiani era sopra i 200 punti base a inizio 2023 ed è gradualmente sceso (a metà giugno valeva 150 punti base) per poi risalire fino a inizio ottobre, e tornare a quota 160.

La congiuntura per le imprese

La debolezza dell’economia ‘reale’ italiana nel 2023 è testimoniata dai dati ISTAT sulla produzione industriale (si veda la Figura 1.1) che è arretrata del 2,5% rispetto al 2022. Il calo è generalizzato per tutti i settori del manifatturiero, in particolare per l’industria del legno e della carta (-13,3%), prodotti chimici (-6,6%) e tessile/abbigliamento (-6,5%).

Figura 1.1

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



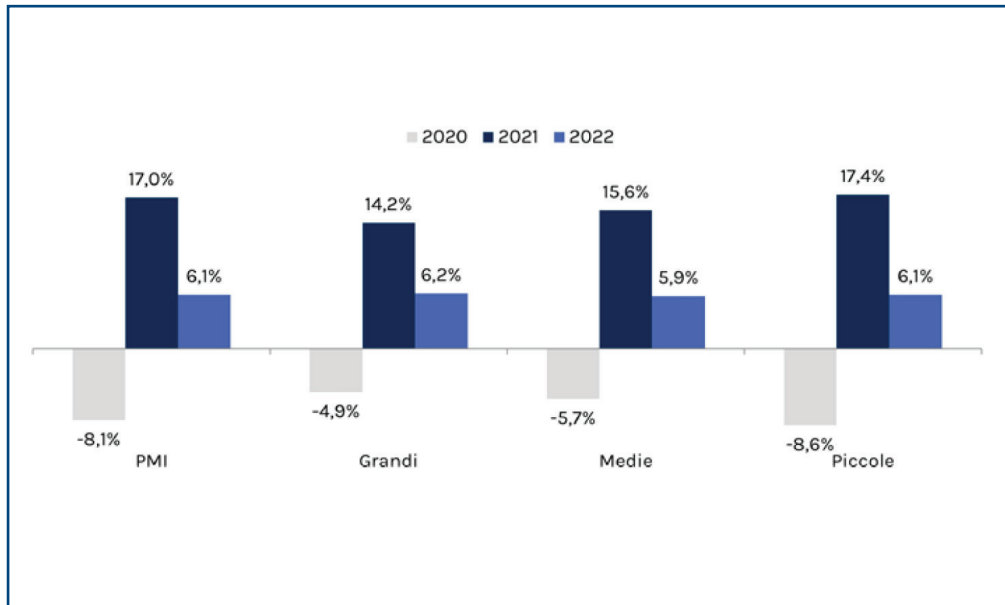


Figura 1.2

Variazione del fatturato delle imprese italiane fra il 2020 e il 2022, per dimensione di azienda. Fonte: Rapporto Cerved PMI 2023

Si salvano solo la fabbricazione di mezzi di trasporto (+8,1%) e i prodotti farmaceutici (+7,3%).

Nonostante la diminuzione delle esportazioni, la bilancia commerciale italiana ha mostrato un saldo positivo annuale di quasi € 34,5 miliardi in significativo miglioramento rispetto all'anno precedente e poco inferiore ai valori del 2021. Il *deficit* energetico è notevolmente diminuito, mentre l'avanzo nell'interscambio di prodotti non energetici è aumentato. Nell'intero 2023 sono cresciute le esportazioni verso i paesi OPEC (+26,5%) mentre calano Francia (-12,5%), Germania (-11,8%), Stati Uniti (-5,3%) e Cina (-16,5%). I contributi positivi maggiori derivano dall'aumento delle vendite di macchinari e apparecchi non specifici (+8,8%), autoveicoli (+20,8%) e prodotti alimentari, bevande e tabacco (+5,8%).

In attesa dei bilanci del 2023, sono disponibili i rendiconti del 2022 che per le imprese italiane evidenziano (si veda la Figura 1.2) una buona crescita del volume d'affari¹ dopo il forte rimbalzo del 2021. A livello dimensionale le grandi imprese registrano l'aumento maggiore (+6,2%) con le PMI che seguono a stretta distanza (+6,1%). Per quanto concerne i settori, la *performance* migliore è delle Costruzioni (+14,9%), sostenuta dai *bonus* edilizi governativi, seguita dall'Agricoltura (+6,3%) e dai Servizi (+5,8%).

Marginalità e utili sono in lieve miglioramento (si veda la Figura 1.3). Da una parte nel 2022 si è registrato un ottimo recupero dei margini per i comparti più danneggiati dalla

¹ Fonte: Rapporto Cerved PMI 2023

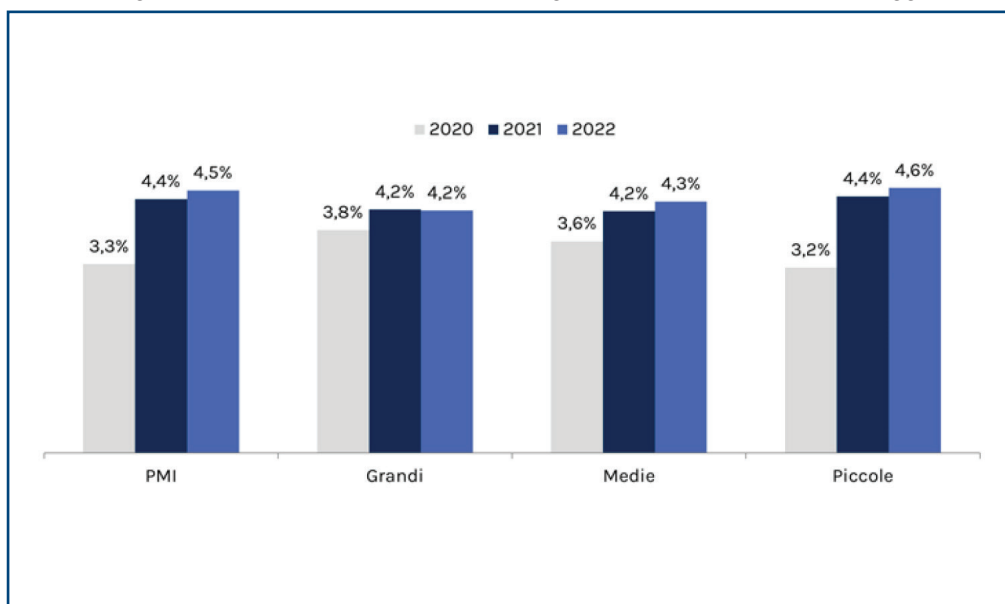
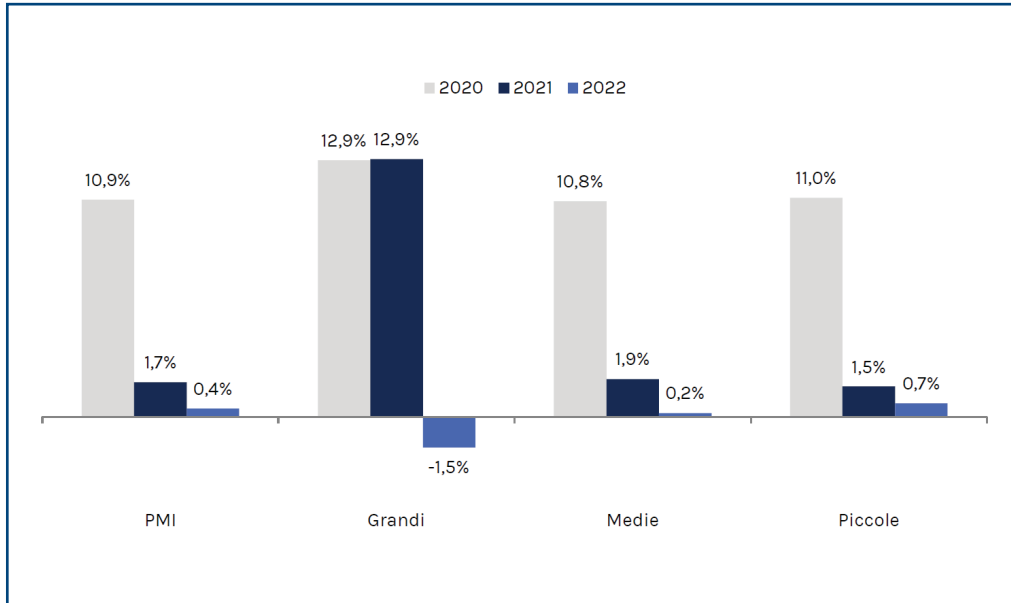


Figura 1.3

Valore medio dell'utile corrente sul fatturato delle imprese italiane fra il 2020 e il 2022, per dimensione di azienda. Fonte: Rapporto Cerved PMI 2023

Figura 1.4

Variazione percentuale dei debiti finanziari per dimensione d'impresa (base 2007=100).
Fonte: Rapporto Cerved PMI 2023



pandemia (turismo, ristorazione, aeroporti) e per le costruzioni, mentre dall'altra hanno sofferto i settori esposti all'aumento dei prezzi degli *input*: veicoli commerciali (-44,7%), piccoli elettrodomestici (-22,1%), giocattoli (-21,8%) e pasta (-20,6%).

Torna invece a calare il numero delle imprese attive; secondo le stime di Cerved il numero di PMI in Italia (escludendo le microimprese) è sceso a fine 2022 a quota 161.131. Nel corso dell'anno sono state 2.829 le imprese di piccole e medie dimensioni che hanno aperto una procedura di chiusura (-13,3% rispetto al 2021) ma nel primo semestre del 2023 si registra invece una forte inversione di tendenza: le chiusure di impresa risultano in deciso rialzo.

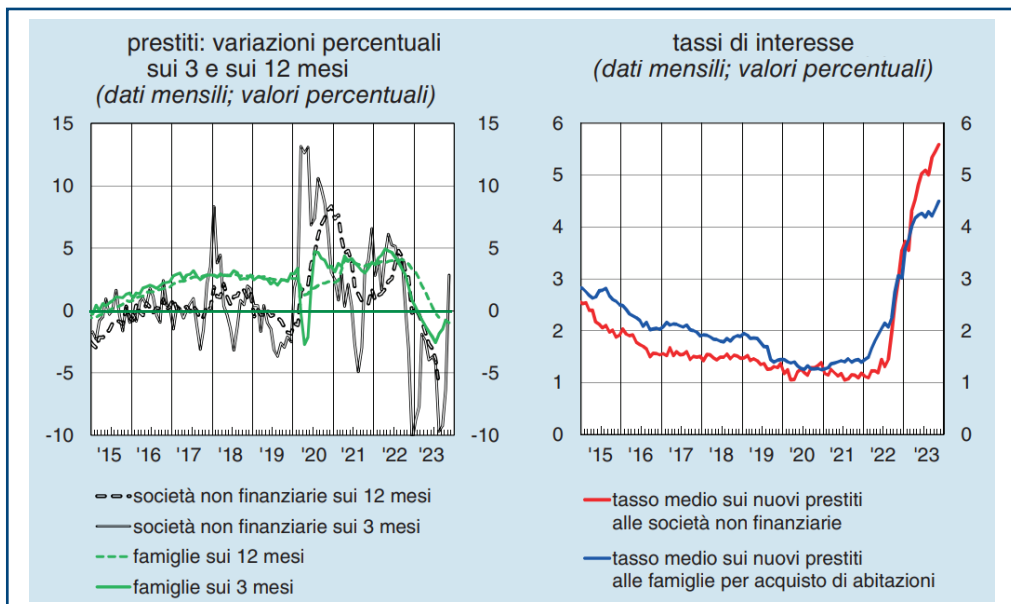
L'indebitamento delle PMI e la disponibilità di credito

La Figura 1.4 ci mostra che nel 2022 il livello dei debiti finanziari delle PMI è rimasto abbastanza stabile. Su base annua l'incremento è molto modesto (+0,4%). Cominciano a farsi sentire gli effetti della politica monetaria restrittiva: rallenta la propensione agli investimenti e, di conseguenza, la necessità di capitali di terzi.

Se guardiamo al valore relativo della leva finanziaria, il rapporto fra debiti finanziari e patrimonio netto delle PMI è in lieve calo (56,9% nel 2022 rispetto a 57,6% nel 2021). Secondo il *database* Payline di Cerved, a partire dal secondo semestre 2022 si registra un incremento dei tempi medi di pagamento delle fatture da parte delle PMI.

Figura 1.5

Il credito bancario a favore delle imprese non finanziarie e delle famiglie in Italia: variazione dello *stock* disponibile dal 2015 al 2023 e tassi di interesse sui nuovi prestiti.
Fonte: Bollettino Economico, Banca d'Italia



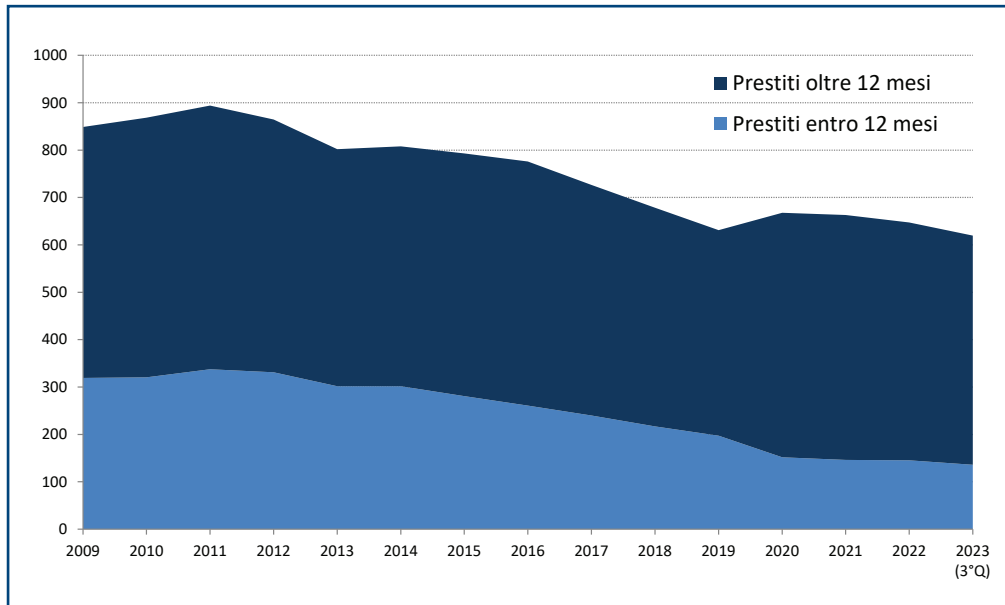


Figura 1.6

Passività delle società non finanziarie italiane dal 2009 al 2023: andamento dei prestiti (*stock*) complessivo a fine anno) concessi da Istituzioni Finanziarie Monetarie. Valori in € miliardi. Fonte: Conti finanziari, Banca d'Italia

Attingendo dalle statistiche di Banca d'Italia, la Figura 1.5 mostra gli effetti della politica monetaria restrittiva: la variazione dei prestiti alle aziende è stata negativa fino a ottobre 2023 ed è tornata positiva in novembre. La dinamica dei finanziamenti alle imprese vede un incremento dei rimborsi, in parte indotti dalla minore convenienza a rinnovare i debiti in scadenza, mentre la concessione di nuovi prestiti secondo Banca d'Italia è nel complesso in linea con le regolarità storiche. Si registra un nuovo inasprimento dei criteri di offerta sui prestiti alle imprese, guidato dalla più alta percezione del rischio e da una minore tolleranza verso lo stesso. Nel confronto con la fine del 2021, il tasso applicato ai nuovi prestiti alle imprese ha subito un rialzo di 4,4 punti percentuali per le imprese mentre il costo dei finanziamenti in essere è salito di 3,7 punti percentuali.

La Figura 1.6 evidenzia nel corso degli ultimi 15 anni lo *stock* di credito erogato dalle Istituzioni Finanziarie Monetarie italiane alle imprese non finanziarie residenti²; è ben evidente la *trend* negativo sia sui prestiti a breve che su quelli a lungo, che ha portato nel corso del tempo ad una minore offerta complessiva di credito dalle banche per circa € 230 miliardi.

² Fonte: Banca d'Italia, "Conti finanziari". Le Istituzioni Finanziarie Monetarie (IFM) includono: la Banca d'Italia, le banche, i fondi comuni monetari, gli istituti di moneta elettronica e la Cassa Depositi e Prestiti.

La raccolta attraverso il mercato obbligazionario

Secondo i dati di Banca d'Italia³ riportati in Figura 1.7, nel 2023 le emissioni lorde di *bond* da parte di tutte le imprese non finanziarie italiane ammontano a un valore *record*

³ Fonte: Banca d'Italia, "Mercato finanziario"

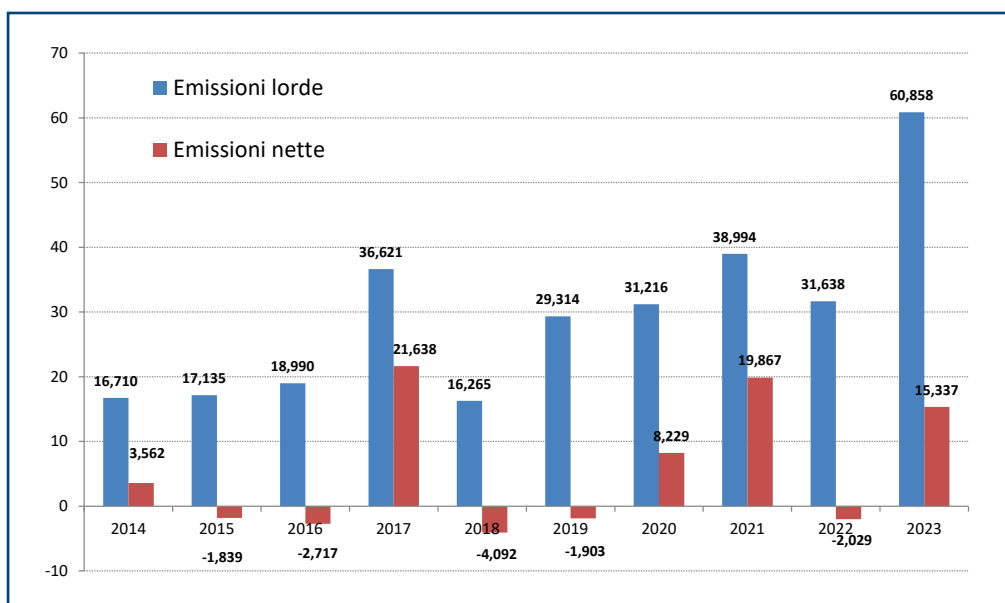


Figura 1.7

Emissioni obbligazionarie (lorde e al netto dei rimborsi) di imprese italiane non finanziarie dal 2014 al 2023 (dati in € miliardi). Fonte: Banca d'Italia

pari a oltre € 60 miliardi; al netto dei rimborsi (anch'essi significativi) siamo a € 15,3 miliardi. Il dato può sembrare in contrasto con la congiuntura descritta nelle pagine precedenti, ma potrebbe essere spiegato dalla volontà delle imprese di allungare la *duration* del debito. Nel 2023 è aumentato sensibilmente il tasso di interesse sugli affidamenti a breve; secondo i dati di Banca d'Italia⁴ il TAEG sui prestiti entro 1 anno alle società non finanziarie per importi sopra € 1 milione è salito al 5,30% mentre 12 mesi prima era all'1,27%. Molte imprese potrebbero quindi avere cercato canali alternativi.

⁴ Fonte: "Banche e istituzioni finanziarie: condizioni e rischiosità del credito per settori e territori". Dati riferiti alle società non finanziarie e famiglie produttrici escluse le ditte individuali

La normativa rilevante

Negli ultimi mesi si sono registrate alcune novità regolamentari interessanti per il mercato dei *minibond*.

Come anticipato l'anno scorso, è diventata finalmente operativa la garanzia (o contro-garanzia) pubblica offerta dal Fondo di Garanzia gestito da Mediocredito Centrale sui por-

Box 1.1

Il Regolamento ECSP sulle piattaforme di servizi di *crowdfunding* per le imprese: il bilancio dei primi mesi



Leonardo Frigiolini
(Frigiolini & Partners
Merchant / Fundera)

"La necessità per le piattaforme di *crowdfunding* di adeguarsi alla normativa europea ne ha certamente condizionato (e limitato) l'attività nel 2023 ma chi ha ottenuto l'autorizzazione da parte di Consob e Banca d'Italia percepisce in modo chiaro e inequivocabile la grande voglia di avvicinamento al mercato del debito da parte delle imprese, sempre più propense a considerare le proprie obbligazioni anche come strumento di welfare aziendale grazie alla possibilità di collocare i *minibond* a dipendenti e collaboratori"

Il Regolamento (UE) 2020/1503 European Crowdfunding Service Providers (ECSP) è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il 20 ottobre 2020 e introduce un *framework* comune valido per la raccolta di capitale attraverso piattaforme Internet da parte delle imprese. Il Regolamento vale sia per la raccolta di capitale di rischio (*equity crowdfunding*) sia per il debito (finanziamenti diretti e titoli obbligazionari come i *minibond*).

Il Regolamento è entrato in vigore a partire dal 10 novembre 2021 (salvo il regime transitorio per le piattaforme già operative) e introduce un *framework* comune valido sia per il *crowdfunding* avente ad oggetto valori mobiliari sia per il *peer-to-peer lending* (in questo caso però solo rispetto ai prestiti verso imprese e in generale soggetti che raccolgono denaro in relazione a iniziative imprenditoriali). I 'servizi di *crowdfunding*' vengono infatti definiti come l'intermediazione nella concessione di prestiti e il collocamento di valori mobiliari.

Nel luglio 2022 sono state definite una serie di norme tecniche di dettaglio in tema di regolamentazione e attuazione ed è stato esteso dal 10 novembre 2022 al 10 novembre 2023 il termine concesso alle piattaforme già operative per adeguarsi. Le autorità nazionali competenti hanno poi lavorato per adottare le disposizioni di recepimento del Regolamento e emanare norme nazionali riservate ai singoli Stati, segnatamente in materia di comunicazione di *marketing*.

In particolare in Italia il D.L. 30/2023 ha individuato Consob e Banca d'Italia quali autorità nazionali deputate a vigilare; la prima è l'autorità competente per raccogliere le domande di autorizzazione e garantire la trasparenza e la correttezza dei servizi di *crowdfunding* in coordinamento con ESMA, mentre la seconda si occupa dell'adeguatezza patrimoniale, del contenimento del rischio, della *governance* societaria e dei requisiti di organizzazione e continuità dell'attività, dell'organizzazione amministrativa e contabile, dei controlli interni.

Consob con delibera n. 22720 del 1/6/2023 ha emanato il Regolamento in materia di servizi di *crowdfunding* e Banca d'Italia, a valle di una consultazione pubblica, il 2/8/2023 ha diffuso gli orientamenti di vigilanza.

Il nuovo Regolamento Consob - che sostituisce *in toto* quello precedente - è molto sintetico (poiché gran parte delle norme sono contenute nel Regolamento ECSP) e va a precisare alcuni dettagli sul processo di autorizzazione e revoca, sugli obblighi informativi, su come le piattaforme devono veicolare le comunicazioni commerciali ai clienti. Vengono quindi a cadere i limiti e le prescrizioni previste dal precedente Regolamento sul collocamento dei *minibond* in *crowdfunding*, fatti salvi ovviamente i limiti del Codice Civile e della normativa.

Solo un ristretto numero delle piattaforme già attive in Italia hanno ottenuto l'autorizzazione entro la data del 10 novembre 2023; chi non è riuscito ha dovuto sospendere la raccolta di ordini su nuove campagne e sulle campagne eventualmente ancora aperte, continuando a gestire i rimborsi e i pagamenti a vantaggio degli investitori nelle campagne passate. Molte autorizzazioni sono state rilasciate nelle settimane successive, sia per portali nuovi, sia per quelli già operativi.

Alla data del 1/3/2024 i portali di *crowdfunding* autorizzati dalla Consob nelle more del Regolamento ECSP risultano essere 25, di cui 18 abilitati sui titoli mobiliari fra cui i *minibond*.

Fra i portali autorizzati in altri Paesi UE, ben 11 hanno chiesto di poter operare anche in Italia sul collocamento di titoli. Sarà interessante vedere se nei prossimi mesi le imprese italiane utilizzeranno questo canale innovativo - finora appannaggio di pochi *player* specializzati (si vedano i dati pubblicati a pagina 58) - per finanziarsi attraverso l'emissione di *minibond*.

Box 1.2

Le novità della Legge 'Capitali'

Il 27 febbraio 2024 è stato approvato il Disegno di Legge 'Capitali' contenente alcuni interventi normativi volti ad introdurre misure per stimolare la crescita del mercato italiano dei capitali favorendo l'accesso e la permanenza delle imprese sul mercato mobiliare. Al momento di andare in stampa la Legge è in corso di pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale.

La nuova Legge interviene su vari aspetti che riguardano ad esempio la definizione di PMI ai sensi del Testo Unico della Finanza (TUF), la possibilità di dematerializzare le quote delle Srl di piccola dimensione, la definizione di emittenti di strumenti finanziari diffusi, la *governance* delle società quotate, il voto maggiorato e il voto plurimo.

Tra le principali novità normative che riguardano il mercato dei *minibond*, si segnalano alcune modifiche agli articoli 2412 e 2483 del Codice Civile in materia di emissione di titoli di debito delle Srl e di circolazione di obbligazioni delle SpA. L'obiettivo è chiaramente quello di rimuovere alcuni vincoli normativi che fino ad oggi hanno reso complesso l'accesso da parte delle PMI ai canali di finanza alternativa.

Fino a ieri infatti i titoli di debito emessi da Srl potevano essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale (ovvero banche e fondi gestiti da SGR). In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferiva rispondeva della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima. Con l'intervento normativo contenuto nella Legge 'Capitali', è possibile la sottoscrizione e la successiva circolazione fra tutti gli investitori professionali, qualora i titoli siano destinati a circolare solo fra tali categorie di investitori e tale previsione risulti fra le condizioni di emissione, senza facoltà di modifica. Non verrà più a sussistere l'obbligo di interposizione, con finalità di garanzia della solvibilità, da parte dell'investitore originario. Si sottolinea che la novità riguarda solo gli investitori istituzionali e non i risparmiatori *retail*.

Per quanto riguarda le SpA, la nuova Legge specifica che il doppio del capitale sociale (limite entro cui una società può emettere obbligazioni), è quello risultante dall'ultima delle iscrizioni nel Registro delle Imprese e non necessariamente dall'ultimo bilancio approvato. Ciò consente di accelerare i tempi per un'emissione di *minibond* successiva ad un aumento di capitale. In secondo luogo, il Legislatore prevede la possibilità di emettere obbligazioni per un importo superiore al doppio del capitale sociale e riserve disponibili per quelle emissioni destinate ad essere sottoscritte (anche in sede di rivendita) esclusivamente da investitori professionali, qualora tale previsione risulti tra le condizioni dell'emissione. Fino a ieri la possibilità di derogare a tale limite era consentita solamente in caso di sottoscrizione dei titoli da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale oppure obbligazioni quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione o, in alternativa, di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni.

Sono piccoli passi che da una parte concedono più spazio alle imprese, soprattutto alle PMI, e dall'altra responsabilizzano ulteriormente gli intermediari e i consulenti, che sono chiamati a mantenere elevati *standard* di qualità e di selezione nell'interesse dell'intero mercato.

tafogli di *minibond* detenuti da banche e società finanziarie abilitate. Si tratta di un'opportunità introdotta dal D.L. 73/2021 'Sostegni-bis' che risulta utile ad esempio nelle operazioni di *basket bond*. A valle della pubblicazione nel 2022 del Decreto Ministeriale, la misura è operativa dal 6/4/2023. La garanzia può arrivare al 25% dell'importo complessivo del portafoglio, che, a sua volta deve essere compreso tra € 40 milioni e € 300 milioni. Inoltre, i singoli *bond* devono avere un ammontare compreso tra € 500.000 e € 8 milioni (e durata massima di 10 anni), che non può superare il 5% dell'importo complessivo del portafoglio.

Nel novembre 2023 è diventato definitivamente operativo il nuovo Regolamento UE ECSP (European Crowdfunding Service Providers) che ha apportato importanti elementi di novità sia sul piano del regime di autorizzazione delle piattaforme di *crowdfunding*, sia sul piano delle regole di condotta, oltre a consentire l'operatività *cross-border* delle piattaforme in altri Paesi europei, in regime di 'passaportazione'. Il tema è di rilevante interesse per il mondo dei *minibond*, perché le piattaforme possono collocare anche titoli di debito. Maggiori dettagli sono riportati nel Box 1.1.

Infine, è di recentissima definitiva approvazione (27 febbraio 2024) il DDL 'Capitali' che ha introdotto alcune novità potenzialmente interessanti per il mondo dei *minibond* che riguardano le SpA (limite massimo delle emissioni) e le Srl (circolazione fra gli investi-

tori professionali anche non vigilati). Ne parliamo in modo dettagliato nel Box 1.2 alla pagina precedente.

A vantaggio della completezza informativa, la Tabella 1.1 riassume il *framework* normativo rilevante per i *minibond*, sedimentato nel corso degli anni.

Tabella 1.1

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

Decreto	Principali innovazioni
D.L. 83/2012 'Sviluppo' e D.L. 179/2012 'Sviluppo-bis'	<ul style="list-style-type: none"> • Eliminati i limiti massimi quantitativi prima previsti dall'art. 2412 del Codice Civile per le obbligazioni, sotto determinate condizioni • Estensione a società non quotate della deducibilità degli interessi passivi, per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione e sottoscritti da investitori qualificati che non detengano più del 2% del capitale azionario • Deducibilità dei costi di emissione per le società non quotate • Esenzione della ritenuta alla fonte sui proventi per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione di Stati membri dell'UE o Paesi in "White List"
D.L. 145/2013 'Destinazione Italia'	<ul style="list-style-type: none"> • Semplificazione delle procedure di cartolarizzazione e maggiore protezione per gli investitori • Obbligazioni, titoli cartolarizzati, quote di fondi di <i>minibond</i> ammissibili come attivi a copertura delle riserve tecniche assicurative • Possibile garanzia dei titoli collateralizzati emessi da banche, anche di titoli societari e crediti alle PMI • Estensione dell'attività del Fondo Centrale di Garanzia anche a fondi per investimenti su singole emissioni e portafogli
D.L. 91/2014 'Competitività'	<ul style="list-style-type: none"> • Eliminazione della ritenuta d'acconto sui finanziamenti di medio-lungo termine concessi da fondi e assicurazioni esteri • Eliminazione della ritenuta d'acconto su interessi e proventi di obbligazioni anche non quotate in sistemi multilaterali, purché collocati da investitori istituzionali • Estensione dell'imposta sostitutiva a cessioni di crediti garantiti
Legge 145/2018 ('Legge di Bilancio 2019')	<ul style="list-style-type: none"> • Modifica della normativa sui PIR • Modifica della Legge 130/99 sulle cartolarizzazioni • Facoltà per le piattaforme di <i>equity crowdfunding</i> autorizzate da Consob di collocare <i>minibond</i> a investitori professionali in una sezione dedicata
Legge 157/2019 ('Decreto Fiscale 2020') e Legge 160/2019 ('Legge di Bilancio 2020')	<ul style="list-style-type: none"> • Ulteriori modifiche della normativa sui PIR
D.L. 18/2020 ('Cura Italia') e D.L. 23/2020 ('Liquidità')	<ul style="list-style-type: none"> • Estensione delle garanzie pubbliche sui <i>minibond</i> • Nuova misura 'Garanzia Italia' gestita da SACE (ora terminata)
D.L. 34/2020 ('Rilancio')	<ul style="list-style-type: none"> • Introduzione dei 'PIR alternativi'
D.L. 73/2021 ('Sostegni-bis')	<ul style="list-style-type: none"> • Introduzione di una sezione del Fondo di Garanzia a supporto della cartolarizzazione tradizionale o sintetica di portafogli di <i>minibond</i> (operativa dal 2023)
Regolamento UE 2020/1503 European Crowdfunding Service Providers (ECSP)	<ul style="list-style-type: none"> • Possibilità per i gestori autorizzati di servizi di <i>crowdfunding</i> per le imprese di collocare <i>minibond</i> a investitori anche non professionali
Legge ('Capitali') in corso di pubblicazione sulla G.U.	<ul style="list-style-type: none"> • Modifiche alla disciplina sul limite massimo delle emissioni per le SpA • Sottoscrizione e circolazione dei <i>minibond</i> emessi da Srl anche fra investitori professionali non vigilati

Il segmento obbligazionario Euronext Access Milan di Borsa Italiana

L'esigenza di un listino borsistico pensato per i titoli di debito delle PMI viene recepita da Borsa Italiana nel febbraio 2013 con la nascita di ExtraMOT PRO, il segmento professionale del mercato ExtraMOT ove quotare *project bond*, obbligazioni, cambiali finanziarie, *asset backed securities* (ABSs) e strumenti partecipativi. Dal 16 settembre 2019, ExtraMOT si è arricchito di un ulteriore segmento con ExtraMOT PRO³ dedicato

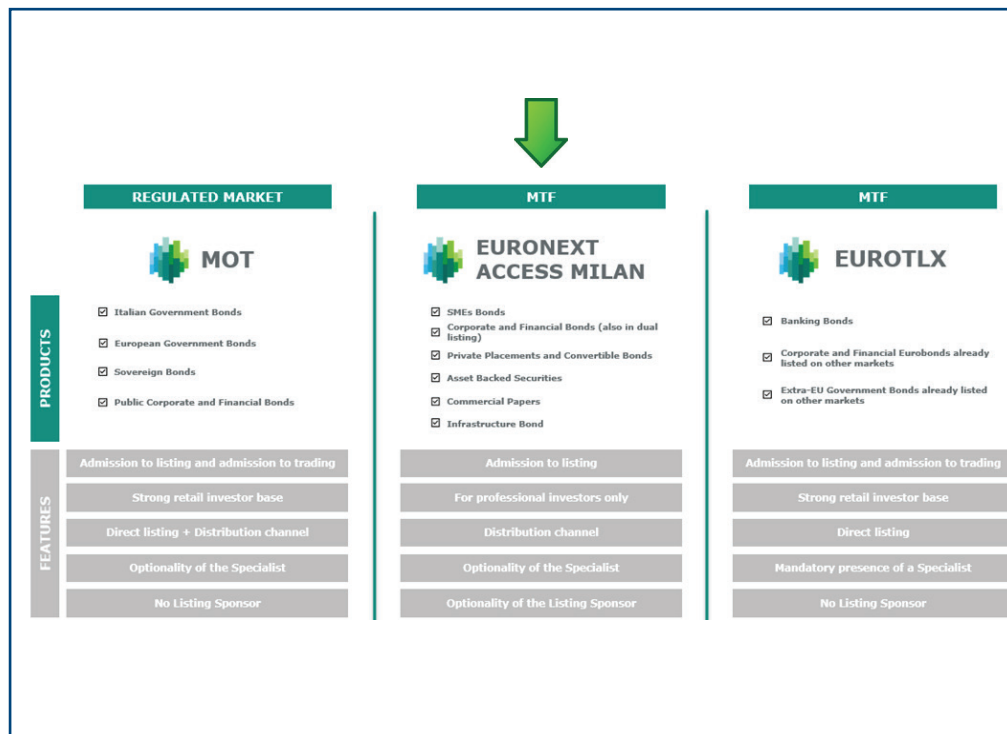


Figura 1.8

Il posizionamento di Euronext Access Milan rispetto ai mercati obbligazionari gestiti da Borsa Italiana.

all'emissione di obbligazioni o titoli di debito da parte di società non quotate su mercati regolamentati, PMI o aventi un valore di emissione inferiore a € 50 milioni.

Dall'aprile 2021, con l'acquisizione di Borsa Italiana da parte del gruppo Euronext (che già comprende i listini di Parigi, Amsterdam, Bruxelles, Dublino, Oslo e Lisbona) ExtraMOT PRO³ è entrato a tutti gli effetti del gruppo pan-europeo. Da settembre 2023, in concomitanza con la migrazione alle piattaforme di negoziazione del gruppo Euronext, il mercato ExtraMOT di Borsa Italiana è stato rinominato Euronext Access Milan (si veda la Figura 1.8).

Il nuovo mercato si propone come unico segmento interamente dedicato ad investitori professionali e permette un accesso al mercato ancora più semplice e flessibile, grazie all'ulteriore semplificazione del processo di quotazione. Inoltre, la sua apertura ed emittenti esteri permette alle società di incrementare la propria visibilità e reputazione grazie alle caratteristiche internazionali del mercato, che con la sua impronta pan-Europea e il suo allineamento alle *best-practices* internazionali ha migliorato la propria efficienza. L'obiettivo del listino è quello di dare visibilità delle società quotate e permettere loro di beneficiare delle iniziative mirate a facilitare l'accesso ai capitali e ridurre i costi di *market funding*. Nel nuovo segmento, possono essere ammessi alle negoziazioni, esclusivamente su domanda dell'emittente, obbligazioni o altri strumenti di debito emessi da società di capitali (società per azioni e società a responsabilità limitata), società cooperative, mutue assicuratrici o enti, inclusi gli enti locali o società da questi controllate ai sensi dell'articolo 2359 del Codice Civile. È, inoltre, possibile ammettere titoli di debito emessi da società estere, purché nel rispetto dei requisiti previsti dal Regolamento di Mercato e dalle procedure di ammissione di Borsa Italiana.

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

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

tutte le operazioni finanziarie bancarie verso la Banca Centrale Europea. Esso è accessibile, quindi, solo agli investitori professionali.

Euronext Access Milan è aperto alle emissioni di società di capitali, cooperative, assicurazioni, enti pubblici e loro controllate; ad esse viene data la possibilità di comunicare periodicamente con gli investitori, in modo trasparente e standardizzato.

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

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

Il costo di ammissione per ogni strumento è particolarmente contenuto: in caso di collocamento tradizionale la *fee* è pari a € 2.500 *una tantum* per strumento finanziario indipendentemente dalla durata per un valore nominale fino a € 50 milioni, mentre è pari a € 5.000 per strumenti con valore nominale superiore a € 50 milioni. Per le obbligazioni e altri titoli di debito quotati sul mercato Euronext Access Milan, già negoziati su un Mercato Regolamentato o su un Sistema Multilaterale di Negoziazione, il corrispettivo unico è pari a € 2.500 per obbligazione. Il costo di ammissione per le cambiali finanziarie prevede un corrispettivo unico pari a € 2.500 in caso di emissione *standalone* o pari a € 150 se emesse sulla base di un Programma già ammesso, che prevede un costo di approvazione di € 3.000 e un costo di mantenimento di € 2.000. Il costo di ammissione per Asset Backed Securities prevede un corrispettivo di ammissione pari a € 3.000 per ciascuna *tranche*, addizionato da un corrispettivo annuale per emittente pari a € 2.000 (ridotto a € 1.200 per le società emittenti che fanno richiesta di pagamento anticipato per dieci anni).

Per i titoli di debito distribuiti da Borsa Italiana attraverso il mercato Euronext Access Milan, il corrispettivo unico da corrispondere al momento del collocamento è calcolabile secondo una percentuale del valore nominale definita in dipendenza dallo stesso e compresa fra 0,0025% e 0,01%.

La flessibilità deriva da requisiti di ammissione meno stringenti rispetto al mercato regolamentato MOT, aperto anche agli investitori *retail*. Tutto ciò si traduce in maggiore rapidità e costi indiretti di quotazione più bassi. Inoltre il contesto informativo e infrastrutturale viene modulato a seconda delle esigenze dell'investitore (è possibile quindi pubblicare il Prospetto piuttosto che il Documento di Ammissione, in lingua inglese o italiana; si possono adottare i principi contabili domestici od internazionali; il *clearing* può essere domestico o internazionale; si può prevedere uno specialista a supporto della liquidità oppure no). Per le società aventi azioni negoziate in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, inoltre, è previsto un *iter* di quotazione semplificato. In questo caso, infatti, il documento di ammissione a quotazione dovrà contenere solo i fattori di rischio relativi ai titoli oggetto dell'offerta e/o ammessi alla negoziazione e il regolamento del prestito mentre possono essere omesse tutte le altre informazioni normalmente richieste, ivi incluse quelle relative all'emittente.

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

Un'ulteriore novità riguarda la digitalizzazione del processo di quotazione per cui si prevede che l'inoltro della domanda di ammissione possa avvenire esclusivamente tramite la piattaforma MyEuronext, il nuovo portale multi-prodotto e multi-geografia del Gruppo Euronext che permette di gestire con un unico accesso tutte le attività di *listing* e *post-listing*.

L'attenzione degli investitori verso le tematiche ESG (Environmental, Social, Governance) è in continua crescita e il mercato degli investimenti sostenibili è molto attivo, dinamico e in costante sviluppo. Per questo, da marzo 2017 Borsa Italiana ha deciso di offrire agli investitori istituzionali e *retail* la possibilità di individuare le obbligazioni i cui proventi vengono destinati al finanziamento di progetti con specifici benefici o impatti di natura ambientale (*green bond*), sociale (*social bond*) ovvero entrambi (*sustainability bond*). Sui listini di Borsa Italiana è inoltre possibile quotare obbligazioni dotate di ca-

ratteristiche finanziarie e/o strutturali (ad esempio il tasso cedolare) che possono variare a seconda che l'emittente raggiunga o meno taluni obiettivi predefiniti di sostenibilità (*sustainability-linked bond*). Si tratta di strumenti in forte crescita sui mercati dei capitali e che legano sempre più le emissioni alle strategie di sostenibilità di medio lungo termine delle società emittenti. L'identificazione passa attraverso la certificazione iniziale di un soggetto terzo indipendente e la comunicazione riguardante l'utilizzo stesso dei proventi, informativa che deve essere su base annuale fino a quando non sono stati allocati tutti i proventi. Sui segmenti professionali di Euronext Access Milan ad oggi ne risultano quotati 93, collocati da 26 emittenti per un controvalore di circa € 56,4 miliardi; tra questi troviamo diverse tipologie di titoli come Green/Green Infrastructure/Social/Sustainability/Sustainability-Linked/Transition/Climate Action. A sottolineare l'importanza del tema della sostenibilità, nel gennaio 2021 Borsa Italiana ha avviato la 'Sustainable Finance Partnership' con l'obiettivo di creare una cultura e un ecosistema integrato per lo sviluppo della finanza sostenibile. Il mercato contribuisce a rendere il Gruppo Euronext il primo in Europa per la quotazione di titoli obbligazionari ESG. Vediamo nel seguito gli adempimenti richiesti specificatamente per la quotazione dei *minibond* nel segmento Euronext Access Milan.

Il Documento di Ammissione

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

Il regolamento di Euronext Access Milan prevede che il documento di ammissione contenga alcune informazioni fondamentali sui seguenti aspetti:

- persone responsabili della redazione del documento;
- fattori di rischio dell'emittente e dello strumento di debito;
- informazioni sull'emittente, struttura organizzativa e compagine azionaria;
- informazioni finanziarie riguardo le attività e passività, situazione finanziaria, utili o perdite dell'ultimo esercizio contabile, oppure in allegato l'ultimo bilancio;
- le caratteristiche degli strumenti finanziari;
- ammissioni alle negoziazioni e modalità di negoziazione;
- l'eventuale informativa ESG.

Se l'impresa è già quotata su un listino azionario, i primi quattro punti, eccetto che per i fattori di rischio sullo strumento, possono essere omessi.

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

Il lancio di Euronext Access Milan nel 2023 ha portato con sé importanti novità di semplificazione, in particolare:

- nel caso di emittenti aventi azioni negoziate in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione il documento di ammissione dovrà contenere solo i fattori di rischio relativi ai titoli oggetto dell'offerta e/o ammessi alla negoziazione (che



Anna Marucci
(Borsa Italiana)

“Euronext Access Milan è il mercato obbligazionario telematico di Borsa Italiana, parte del Gruppo Euronext, dedicato alla quotazione di strumenti di debito per investitori professionali. Con l'ingresso nel gruppo paneuropeo Euronext, il mercato consente alle società italiane la massima visibilità sui mercati internazionali. Richiedere la quotazione di strumenti di debito sul listino leader europeo non è mai stato più semplice. Ed ora ancora più allineato alle migliori prassi internazionali”

Box 1.3

Il punto sulle garanzie pubbliche

(a cura di Claudio Calvani)



Claudio Calvani
(VVA Debt & Grant)

“Concluso il temporary framework emergenziale, la dotazione di garanzie e agevolazioni pubbliche continua ad essere una base fondamentale per i finanziamenti alle PMI”

Il tema delle garanzie pubbliche sui *minibond* e in generale sull'indebitamento delle PMI è di grande attualità. Infatti, il 2024 segnerà una tappa fondamentale del percorso di graduale rientro dalle misure emergenziali che hanno caratterizzato la finanza agevolata ed alternativa dal 2020 in poi. Ne costituisce prova la scadenza - alla fine del 2023 - della quasi totalità delle sezioni del Temporary Framework, il regime di aiuti transitorio introdotto per contrastare i risvolti economici della pandemia e del conflitto russo-ucraino; di contro, da gennaio è aumentato a € 300.000 il massimale degli aiuti in regime *de minimis* (prima fissato a € 200.000) fruibili dalle imprese nell'arco di tre anni.

Tali modifiche al perimetro normativo si riflettono per certi versi anche sulla finanza garantita da *mitigant* pubblici, anch'essa oggetto di *restyling* nel 2024.

In attesa dell'autorizzazione della Commissione Europea su alcuni punti della riforma, il Fondo di Garanzia gestito da Mediocredito Centrale ha confermato a quota € 5 milioni il massimale garantito per impresa (in continuità con la normativa emergenziale) e lo schema applicativo con diversi livelli di copertura, ma con nuove soglie: 80% per le operazioni con finalità di investimento, per le *startup*, per le operazioni di importo ridotto (sotto € 40.000), di microcredito (sotto € 50.000) e di Nuova Sabatini; per le operazioni di liquidità, invece, le coperture arriveranno al 55% per le imprese con *rating* migliore (fascia 1 e 2 del modello di valutazione creditizia), al 60% per quelle associate a livelli maggiori di rischio (fascia 3-4), mentre sono esclusi dalla garanzia i debitori troppo rischiosi (fascia 5); infine, ci sarà una soglia del 50% per gli investimenti nel capitale di rischio del soggetto beneficiario. Oltre alle PMI, che restano le principali destinatarie della garanzia MCC, saranno ammesse anche le Small Mid-Cap (imprese con numero di dipendenti compreso tra 150 e 499, considerando eventuali relazioni di collegamento e associazione con altre società) con percentuali di copertura specifiche e meno premianti (40% per gli investimenti e per le *startup*, 30% per la liquidità). Novità anche in termini di costi: le micro-imprese saranno esentate dalla commissione *una tantum*, pari invece allo 0,5% per le piccole, 1% per le medie e 1,25% per le Small Mid-Cap; la commissione per il mancato perfezionamento vale invece solo per le garanzie dirette e grava sui soggetti richiedenti (banche, confidi e altri intermediari) con più del 5% annuo di operazioni accolte e non perfezionate. Sul fronte della finanza alternativa, infine, è da segnalare la riduzione dell'importo minimo dei *minibond* nell'ambito delle operazioni di *basket bond*, che si riduce da € 2 milioni a € 500.000 ai fini dell'eleggibilità della garanzia.

Lato SACE, la garanzia SupportItalia ha terminato la propria operatività alla fine del 2023 ed è stata sostituita da nuovi strumenti a condizioni di mercato (che di conseguenza non si configurano come Aiuti di Stato ai sensi delle regole UE), da aggiungersi alle già roduta Garanzia Green: Garanzia FUTURO, aperta ad imprese di qualunque dimensione (in particolare le PMI), che copre il 70% di finanziamenti di importo tra € 50.000 e € 50 milioni e durata fino a 20 anni, con la *mission* di favorire la crescita in Italia e sui mercati globali, l'innovazione tecnologica e la digitalizzazione, gli investimenti in infrastrutture, il supporto alle filiere e ai territori, l'imprenditoria femminile; Garanzia ARCHIMEDE, che si rivolge invece ad imprese medio-grandi, garantendo fino al 70% di finanziamenti a supporto di investimenti infrastrutturali (particolarmente favoriti dalla durata della garanzia, fino a 25 anni), nei servizi pubblici locali, nella transizione sostenibile e nell'innovazione industriale, tecnologica e digitale delle imprese.

L'auspicio è che il nuovo quadro di garanzie possa replicare l'ottima performance del 2023: circa 236.000 le domande accolte da MCC, per un controvalore di quasi € 34 miliardi di crediti garantiti a fronte di finanziamenti per oltre € 46 miliardi, mentre sul versante SACE le stime riportano garanzie SupportItalia su circa € 30 miliardi di finanziamenti corrispondenti indicativamente a 4.000 operazioni.

Il 2023 della finanza agevolata sarà ricordato - tra le varie misure implementate - altresì per due significativi provvedimenti in grado di offrire al tessuto produttivo nazionale un pacchetto organico di soluzioni (*remake* ed inedite) a supporto degli investimenti delle imprese anche nei prossimi mesi: risale allo scorso luglio la riapertura dello sportello agevolativo degli incentivi di Simest per l'internazionalizzazione, con una dotazione pari a € 4 miliardi in parte ancora disponibile, mentre a dicembre la Commissione Europea ha finalmente approvato la richiesta del Governo di rimodulare il PNRR con l'introduzione di un nuovo capitolo *green-oriented* (REPowerEU), che potenzierà i crediti d'imposta in chiave Transizione 5.0, supporterà le PMI nell'autoproduzione di energia da fonti rinnovabili, sosterrà la transizione ecologica, le Net-Zero Technologies e la competitività delle filiere strategiche.

possono essere omessi nel caso di obbligazioni convertibili) e il regolamento del prestito;

- per le operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto obbligazioni ed altri strumenti finanziari di debito caratterizzati da una garanzia pubblica almeno pari all'80% del valore nominale degli strumenti finanziari emessi, ovvero sottoscritti almeno per il 50% da soggetti di natura pubblica, il documento di ammissione potrà omettere i fattori di rischio relativi all'emittente e dovrà contenere una descrizione dell'operazione in cui viene inserito lo strumento;
- il documento di ammissione può non essere pubblicato; è sufficiente che venga redatto e fornito su eventuale richiesta di un investitore che desideri acquistare gli strumenti di debito sul mercato secondario successivamente all'ammissione a quotazione degli stessi. Per i *green* e *social bond* l'emittente deve fornire annualmente adeguata informativa sull'utilizzo dei proventi dell'emissione, fino al momento della loro completa allocazione.

Pubblicazione dei bilanci

La società emittente è chiamata alla pubblicazione dei propri bilanci d'esercizio, compresi quelli consolidati se disponibili, dell'ultimo esercizio contabile, soggetto alla revisione legale di una società di revisione o ente iscritto all'Albo nel rispetto della normativa descritta nel D.L. 39/2010. Per quanto concerne le società risultanti da operazioni straordinarie o che abbiano subito, nel corso dell'esercizio precedente a quello di presentazione della domanda o successivamente, modifiche sostanziali nella loro struttura patrimoniale, esse potranno produrre bilanci pro-forma certificati dal revisore competente analogamente con quanto previsto ai sensi del Regolamento dei Mercati tra i requisiti di ammissione a quotazione sul mercato MOT.

Listing sponsor

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

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

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

Attribuzione del codice ISIN

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

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

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



Danilo Maiocchi
(Innexta)

“Le Camere di Commercio italiane sono sempre più convinte della necessità di consolidare l’offerta di prodotti di finanza complementare quali i minibond: non a caso Camera di Commercio di Milano intende proseguire a sostenere le piccole e medie imprese che intendono collocare un minibond, alla luce dell’interesse rilevato nel bando Minibond 2022-23.

D’altra parte è contestualmente necessario proseguire nella diffusione della cultura finanziaria presso i piccoli imprenditori italiani, ancora molto orientati - a differenza di altri Paesi europei - verso un unico canale di offerta e proporre servizi a valore aggiunto accompagnati da interventi concreti di educazione finanziaria per le piccole e medie imprese italiane”

La richiesta di ammissione

La richiesta di ammissione viene effettuata digitalmente dall’emittente o dalla società attraverso la piattaforma MyEuronext, la nuova piattaforma di ultima generazione del gruppo Euronext. Attraverso il portale verranno inviati anche la scheda riepilogativa delle caratteristiche dei titoli seguendo gli schemi dettati da Borsa Italiana, il Documento di Ammissione o il Prospetto, ovvero va indicato dove reperirlo, e il sito Internet dove verrà messa a disposizione l’informativa.

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

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

Infine, viene pubblicato l’avviso di avvenuta ammissione dei *minibond* alla negoziazione su Euronext Access Milan. Le prime negoziazioni partiranno di norma dal primo giorno lavorativo successivo alla data di pubblicazione dell’avviso.

Adempimenti post-quotazione

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

- il bilancio annuale soggetto a revisione legale, entro sei mesi dalla fine dell’esercizio;
- eventuale assegnazione di *rating* pubblico o modifiche del giudizio di *rating*;
- informazioni relative alla società che possano influenzare il valore dei *minibond* (le informazioni ‘*price-sensitive*’);
- modifiche delle caratteristiche dell’emissione, o della modalità di esercizio dei diritti dei sottoscrittori;
- l’informativa tecnica sui titoli, che includa le informazioni sul calcolo degli interessi, l’eventuale rimborso anticipato dei titoli, ed altre eventuali opzioni (queste informazioni devono essere consegnate anche a Borsa Italiana). In caso di rimborso anticipato, la comunicazione deve avvenire almeno tre giorni prima del rimborso;
- l’eventuale informativa ESG;
- per le operazioni di cartolarizzazione, i cambiamenti nel piano di ammortamento delle *tranches*, nei gradi di subordinazione tra le stesse e/o nel *pool factor*;
- eventuali variazioni derivanti da operazioni straordinarie; queste devono essere comunicate tempestivamente, o con congruo anticipo rispetto alla data di efficacia, affinché Borsa Italiana possa procedere ai necessari accertamenti.

Euronext Access Milan: alcune statistiche relative al 2023

Alla data del 31 dicembre 2023, secondo quanto diffuso da Borsa Italiana, risultavano quotati su Euronext Access Milan 106 titoli emessi da 80 imprese (la maggior parte delle quali dal comparto industriale). Nel corso dell’anno si sono quotati 23 nuovi titoli mentre 22 sono stati delistati (anche perché arrivati alla scadenza naturale di rimborso). Si sono registrati durante l’anno 28 contratti di scambio (contro i 55 dell’anno precedente), per un controvalore complessivo di circa € 3,4 milioni; il controvalore medio per contratto è € 122.690, in calo rispetto al 2022.

Occorre ricordare che si tratta di un mercato aperto solo a investitori istituzionali, che il più delle volte operano con una logica ‘*buy-and-hold*’, come appare chiaro nel caso dei fondi chiusi di *private debt*. Nel dettaglio, i titoli più scambiati nel 2023 su Euronext Access Milan sono stati emessi da Davis & Morgan (11 contratti su 2 diversi titoli per oltre € 2 milioni scambiati), MeglioQuesto (7 contratti per circa € 128.000) e Pro-Gest (5 contratti per circa € 350.000).

I *minibond* in Europa nel 2023

L’Italia ha rappresentato un punto di riferimento in Europa rispetto al mercato dei *mi-*

nibond. Come ogni anno, in ottica comparativa, è interessante osservare gli sviluppi del mercato anche all'estero.

Nel Regno Unito dal 2020 il London Stock Exchange gestisce una piattaforma di negoziazione per le obbligazioni destinate ad un pubblico *retail* (Order book for Retail Bonds, ORB). Come suggerisce il nome, si tratta però di un listino aperto anche ai piccoli risparmiatori, a differenza di Euronext Access Milan. I requisiti di ammissione infatti sono gli stessi applicabili al listino borsistico principale. Il taglio di investimento è però molto piccolo, anche 100 sterline, e non può essere superiore a 10.000 sterline: per questo viene spesso indicato come *benchmark* per i *minibond*. È inoltre obbligatoria la presenza di un *market maker* per assicurare liquidità al titolo.

Escludendo i titoli di Stato (*Gilt*) ivi quotati, a fine 2023 il mercato ORB vantava 39 titoli negoziati⁶ (un anno fa erano 53) collocati da 27 diverse emittenti.

⁶ Fonte: London Stock Exchange

Nel Regno Unito sono consentiti i collocamenti privati di *minibond* non solo a investitori istituzionali e professionali, ma anche a piccoli risparmiatori, anche attraverso piattaforme Internet. Tuttavia, nel 2020 la Financial Conduct Authority (FCA) ha confermato il divieto di investimento nei cosiddetti *minibond* 'speculativi' da parte di investitori *retail*. Il provvedimento è stato effettuato per contrastare la promozione di questi strumenti nei confronti di quei soggetti che non sono pienamente in grado di comprenderne i rischi e sostenere potenziali perdite. Non sono infatti mancati nel passato gli episodi di operazioni discutibili e di truffe finanziarie.

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

Un report pubblicato da IR.on AG sulla situazione del mercato obbligazionario tedesco relativamente al primo semestre 2023 parla di un importo raccolto pari a € 284 milioni (in aumento rispetto a € 248 milioni relativi allo stesso lasso temporale nel 2022), a fronte di un totale di 8 emissioni (una in meno rispetto all'anno precedente). Il tasso medio di interesse è pari a 8,77%, guadagnando ben due punti percentuali rispetto al 2022 (era 6,77%), in accordo con l'aumento dei tassi sui mercati. Un altro elemento da segnalare è l'incremento in termini di trasparenza e di informazioni rese disponibili per gli investitori da parte delle società offerenti.

Un altro listino regolamentato non ufficiale è l'Open Market di Francoforte, dove esiste un segmento (Scale) aperto anche alle obbligazioni che si è qualificato dal 2019 come SME Growth Market; il collocamento minimo è pari a € 20 milioni. A fine 2023 vi risultava però quotato solo un titolo, esattamente come un anno fa.

Ben più sviluppato in Germania è il mercato degli *Schuldscheindarlehen*, contratti che hanno caratteristiche intermedie rispetto a obbligazioni e prestiti bancari. I dati alla fine del terzo trimestre 2023 parlano di un volume totale dei prestiti di nuova emissione nel corso dell'anno⁷ pari a € 16 miliardi, in calo se confrontati con lo stesso periodo un anno prima (€ 23 miliardi), che però era stato caratterizzato da un forte recupero.

⁷ Fonte: Institutional-money.com

In Austria la Borsa di Vienna (Wiener Börse) gestisce un listino non regolamentato (Vienna MTF, prima del 2019 identificato anche come Dritter Markt) per le obbligazioni societarie. La procedura di quotazione è semplice e snella, tanto da avere attratto numerose emittenti europee. Anche i costi sono estremamente contenuti. Alla data del 31/12/2023 erano trattati ben 453 *bond* emessi da 284 società *corporate* non finanziarie⁸; ben 189 di questi sono riconducibili ad aziende italiane, addirittura più delle emissioni austriache (92).

⁸ Fonte: Wiener Börse

In Francia i mercati borsistici dedicati alle emissioni obbligazionarie delle PMI sono tre: Euronext, Euronext Growth (che nel 2019 ha ottenuto la qualifica di SME Growth Market) ed Euronext Access. Il valore nominale dell'emissione deve essere almeno pari a € 200.000 per collocamenti a investitori professionali e € 5 milioni per collocamenti al

pubblico. Tutte le emittenti devono avere il bilancio certificato. Le PMI devono ottenere un *rating* da un'agenzia autorizzata da ESMA.

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

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

A fine 2023 risultavano quotati sui listini dedicati di Euronext Paris 289 obbligazioni assimilabili ai *minibond*⁹.

⁹ Fonte: Euronext

In Spagna dal 2013 esiste un mercato non regolamentato di titoli di debito dedicato alle PMI, il Mercado Alternativo de Renta Fija (Marf), gestito dalla società Bolsa y Mercados Españoles. Nel Marf sono quotate sia cambiali finanziarie che obbligazioni. Le obbligazioni sono destinate solo a investitori professionali, hanno taglio minimo pari a € 100.000 e possono essere emesse da società per azioni e società a responsabilità limitata. Le imprese emittenti, per essere ammesse alla quotazione sul Marf, devono soddisfare i seguenti requisiti: essere iscritte al registro delle imprese, fornire lo statuto societario e la delibera dell'emissione, pubblicare gli ultimi due bilanci annuali certificati e l'informativa sul rischio oppure sulla solvibilità fornite da agenzie autorizzate. In seguito alla quotazione l'emittente deve impegnarsi a pubblicare le informazioni *price sensitive*.

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

Alla data del 30 novembre 2023 erano quotate sul Marf 67 obbligazioni¹⁰ assimilabili a *minibond*, in aumento rispetto allo scorso anno, con un volume totale delle emissioni, aggiungendo anche il contributo delle cambiali finanziarie, pari a € 13,74 milioni, in linea con i valori riscontrati negli ultimi due anni.

¹⁰ Fonte: Bolsas y Mercados Españoles

In Norvegia, esiste il Nordic Alternative Bond Market ABM (appartenente al gruppo Euronext), dedicato alla quotazione e allo scambio di obbligazioni e *commercial paper* fino a 12 mesi di durata (equivalenti alle cambiali finanziarie italiane). Il listino è suddiviso in due segmenti (uno aperto solo a investitori istituzionali, l'altro accessibile anche a investitori *retail*) in funzione del valore nominale del singolo titolo (rispettivamente superiore o inferiore a 500.000 corone norvegesi, circa € 55.000). Il taglio dell'emissione deve essere superiore a 2 milioni di corone norvegesi, ovvero circa € 220.000. La procedura di ammissione è molto simile a quella di ExtraMOT PRO³. A fine 2023 risultavano quotati sul Nordic ABM 1.443 *minibond*¹¹, in aumento rispetto al 2022.

¹¹ Fonte: Oslo Bors

La Polonia è un altro Paese dove i *minibond* stanno avendo un certo successo. Esiste un segmento specifico non regolamentato del mercato obbligazionario Catalyst, attivo su piattaforma proprietaria della Borsa di Varsavia (WSE). Il controvalore minimo dell'emissione è pari a 1 milione di złoty (circa € 200.000). A fine 2023 risultavano quotati 256 titoli¹² collocati da 81 aziende private. Altri Paesi dell'Est dove stanno aprendo listini specifici per le obbligazioni delle PMI, qualificati da poco come SME Growth Market sono la Bulgaria (con il mercato BEAM, che per ora tratta solo azioni) e Croazia e Slovenia, che hanno ideato congiuntamente il listino Progress (dove al momento è quotata solo una obbligazione, come l'anno scorso).

¹² Fonte: Warsaw Stock Exchange

A Malta dal 2016 esiste un listino non regolamentato specifico per la quotazione di azioni e obbligazioni di PMI, chiamato Prospects, dove a fine 2023 erano quotati 21 *minibond*¹³. Fuori Europa, in Australia a fine 2021 lo 'Standing Committee on Tax and Revenue' ha pubblicato un report ('The Development of the Australian Corporate Bond Market: A Way Forward') contenente varie raccomandazioni circa l'implementazione di una serie di modifiche alla regolamentazione vigente per revitalizzare il mercato dei *corporate bond*. Il primo tema rilevante è indubbiamente l'introduzione di regole sulla '*disclosure*', per aumentare il livello di consapevolezza degli investitori (fornendo maggiori informazioni a questi ultimi) anche riguardo ai potenziali vantaggi offerti dallo strumento finanzia-

¹³ Fonte: Borza Malta

rio. Una seconda proposta riguarda l'abbassamento della soglia di investimento minimo per i *corporate bond* a 1.000 dollari australiani. I suggerimenti includono poi altri temi, come la possibilità di introdurre risparmi fiscali sulla tassazione dello strumento stesso; si propone poi di ridurre le barriere all'ingresso per le PMI, rappresentate dalle spese sostenute per ottenere un *rating* da agenzie autorizzate; infine si parla di rimuovere le barriere che inibiscono l'investimento dei 'superannuation' (fondi pensionistici australiani) in *corporate bond*.



2. Le imprese emittenti

In questo Capitolo la ricerca si occupa di analizzare le imprese che nel corso del 2023 hanno collocato sul mercato *minibond*, secondo la nostra definizione metodologica. L'obiettivo è quello di identificare le loro caratteristiche e analizzare eventuali *trend* significativi rispetto al passato. Attraverso l'analisi dei bilanci andiamo poi a osservare la *performance* operativa dopo l'emissione.

Il campione aggiornato fino al 2023: statistiche descrittive

Seguendo la definizione metodologica introdotta nel Capitolo 1 (si veda a pagina 7), nel corso del 2023 risultavano aver collocato *minibond* sul mercato italiano 165 imprese. L'elenco è riportato in Appendice al Report, ed è riferito alle singole emissioni (che risultano essere 184). La differenza fra questi due numeri è legata al fatto che alcune imprese del campione hanno collocato più *minibond*. Nel 2022, invece, le imprese emittenti censite utilizzando gli stessi criteri¹ erano risultate 268; si registra quindi un calo sensibile (-103 casi, ovvero una contrazione del 38%).

Il campione del 2023, come si vede dalla Figura 2.1, è composto da:

- 88 società per azioni SpA (pari al 53,3% del totale, percentuale leggermente inferiore a quella del 2022);
- 75 società a responsabilità limitata Srl (45,5% del totale, percentuale invece in aumento);
- 2 società cooperative (pari all'1,2%), 4 in meno rispetto al 2022;

Quest'anno non abbiamo società consortili fra le emittenti, mentre nel 2022 erano state 3. Le imprese che per la prima volta hanno collocato *minibond* nel 2023 risultano essere 123 contro le 202 del 2022 (-39%). La Figura 2.2 evidenzia l'arrivo delle nuove emittenti sul mercato nel corso del tempo.

Il 2023 ci mostra quindi un'inversione di tendenza abbastanza brusca rispetto alla crescita progressiva del numero di emittenti e ci riporta a metriche viste negli anni precedenti al 2019.

¹ Come evidenziato nel Capitolo precedente, da quest'anno includiamo nella ricerca fra le emittenti anche i veicoli costituiti per acquisizioni di *leveraged buyout* (LBO).

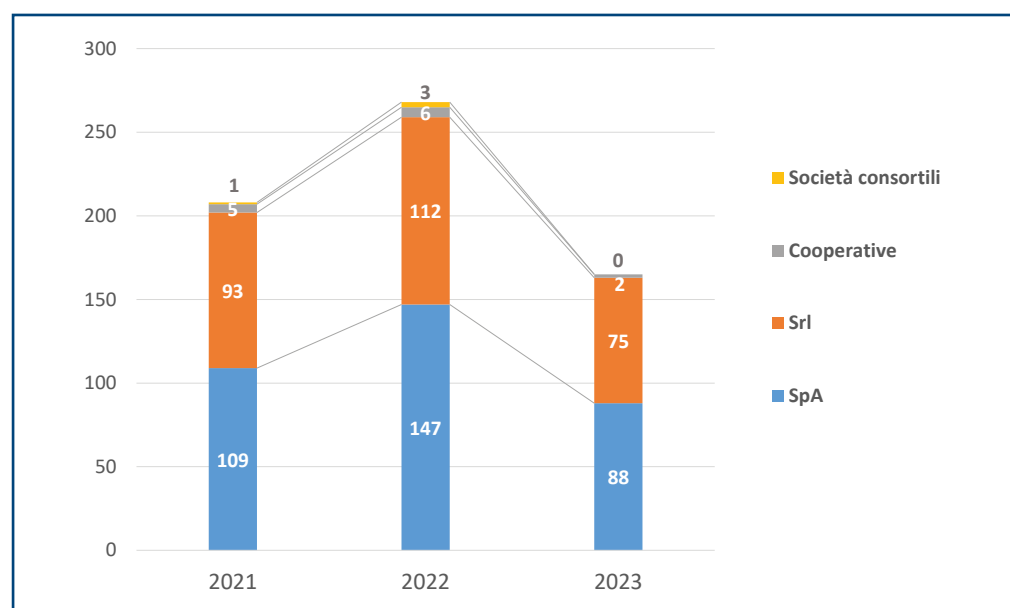
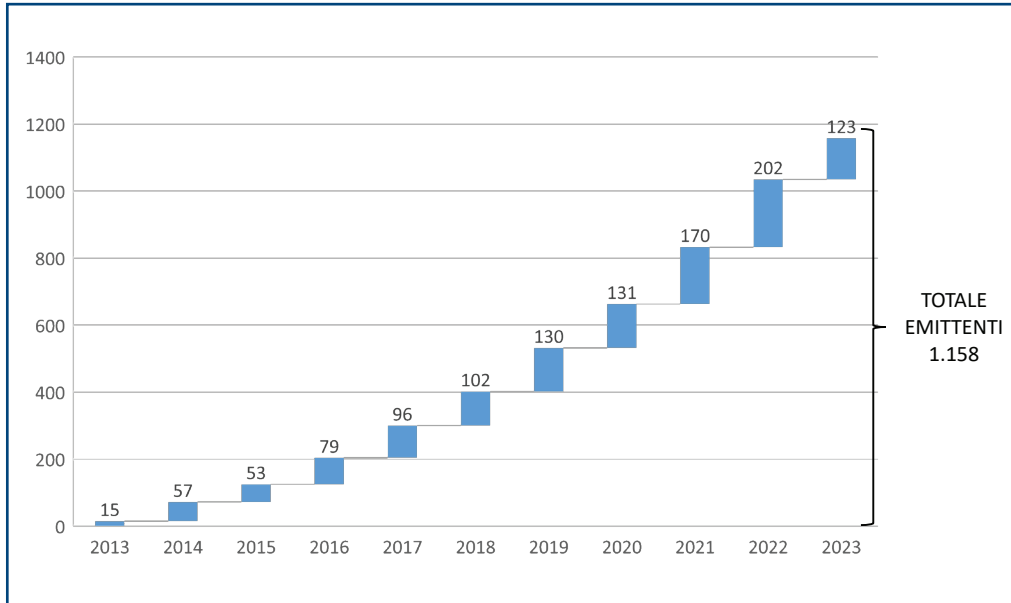


Figura 2.1
Segmentazione delle emittenti di *minibond* sotto € 50 milioni per tipologia di impresa: evoluzione dal 2021 al 2023

Figura 2.2

Il flusso delle nuove emittenti che si sono affacciate sul mercato italiano dei *minibond*, anno per anno



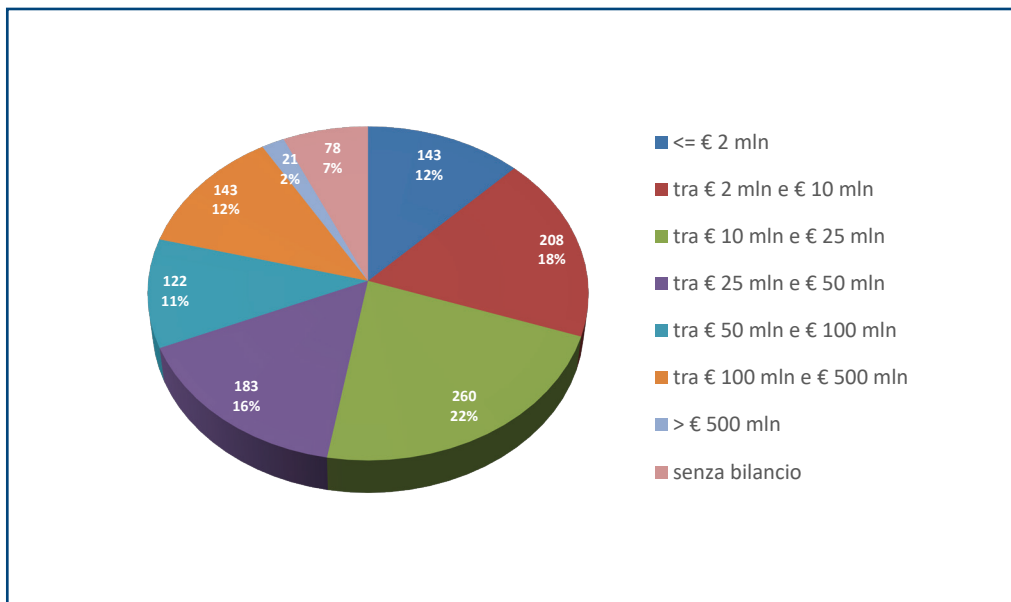
Anche nel 2023 le emittenti sono in maggioranza PMI (secondo la definizione adottata a livello europeo²). In particolare 123 su 165 rispettano i requisiti dimensionali; la percentuale è pari al 74,5%, più alta rispetto al 2022 (era il 69,0%). Le società che possono essere identificate come ‘veicoli’ per realizzare acquisizioni nel 2023 sono 8, una in più rispetto a quelle individuate nel 2022. In quasi tutti i casi sono veicoli costituiti da fondi di *private equity* che usano i *minibond* (sottoscritti da un fondo di *private debt*) per fare leva sull’indebitamento e ottenere una remunerazione prospettica più elevata. Questi veicoli vengono poi inglobati nella società *target* tramite una fusione inversa con l’effetto di spostare il debito sulle sue spalle. Frequentemente l’operazione prevede un pegno sulle azioni della *target* a favore del fondo di *private debt*.

Le imprese emittenti analizzate dal nostro Osservatorio, che dal 2013 al 2023 hanno collocato *minibond* sotto € 50 milioni, formano un campione di 1.158 società. Di queste, il 61,3% sono Società per Azioni, il 36,4% sono Società a responsabilità limitata, l’1,9% sono Società cooperative, lo 0,3% sono società consortili, lo 0,1% sono veicoli esteri di stabili organizzazioni in Italia. Le PMI in totale sono 764, ovvero il 66,0%.

La Figura 2.3 segmenta il campione totale in funzione del fatturato consolidato nell’ultimo bilancio disponibile prima dell’emissione. La classe più numerosa si conferma essere quella fra € 10 e € 25 milioni (260 osservazioni, pari al 22,4% del totale) seguita dal gruppo fra € 2 e € 10 milioni (208 casi, pari al 18,0%). Per 78 aziende al momento

Figura 2.3

Segmentazione delle imprese emittenti dal 2013 al 2023 per classe di fatturato consolidato. Campione: 1.158 imprese



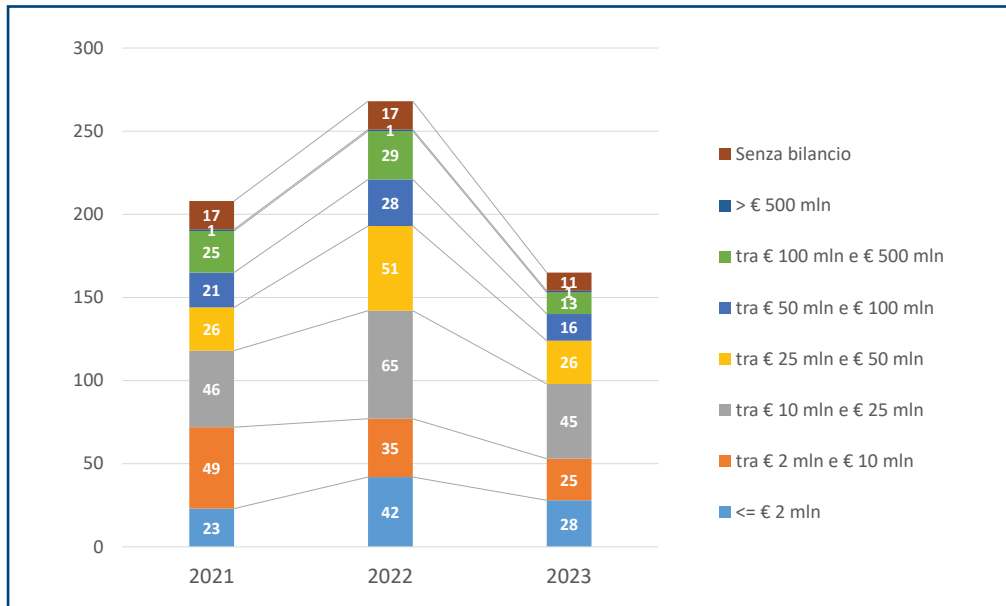


Figura 2.4

Segmentazione delle imprese emittenti per classe di fatturato consolidato: evoluzione dal 2021 al 2023



Enrico Sobacchi
(Anteos Capital Advisors)

“In un contesto di mercato sempre più complesso e sfidante, in cui il ricorso ai canali tradizionali di finanziamento risulta essere meno immediato, le emissioni di minibond e di Basket Bond rappresentano delle interessantissime opportunità per sostenere la crescita sostenibile delle nostre PMI, rafforzando il brand aziendale sui mercati e irrobustendone la struttura tramite l’efficiamento del profilo debitorio”

dell’emissione non era stato ancora depositato alcun bilancio; si tratta quasi sempre di società formalmente di nuova costituzione ma risultanti da scissioni o ristrutturazioni di *business* esistenti. In questo gruppo ci sono poi i veicoli costituiti per operazioni di *leveraged buyout*.

Come evidenzia la Figura 2.4, il 2023 è stato negativo per tutte le fasce di aziende ma sono mancate soprattutto le emittenti con ricavi fra € 100 milioni e € 500 milioni (più che dimezzate). Il calo percentualmente più contenuto ha riguardato invece le aziende con fatturato compreso fra € 2 milioni e € 10 milioni (-29%) seguite da quelle nel range compreso fra € 10 milioni e € 25 milioni (-31%).

La Figura 2.5 suddivide il campione complessivo, considerando se il capitale di rischio dell’emittente è quotato in Borsa. Nel complesso abbiamo 66 imprese (il 5,7% del campione) che al momento dell’emissione di *minibond* erano già presenti sul mercato borsistico con azioni quotate. In particolare 35 di esse erano quotate sul listino principale Euronext Milan di Borsa Italiana (di cui 9 sul segmento STAR e 1 sul segmento MIV degli *investment vehicles*), 28 erano quotate su Euronext Growth Milan, il listino non regolamentato per le imprese a più bassa capitalizzazione (come le PMI), e 2 su un listino estero.

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

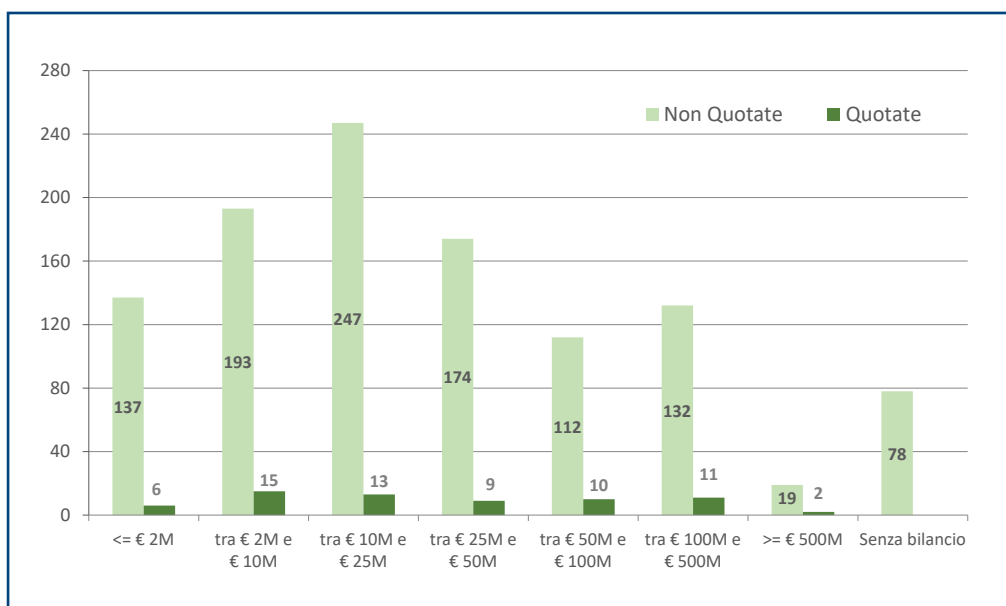
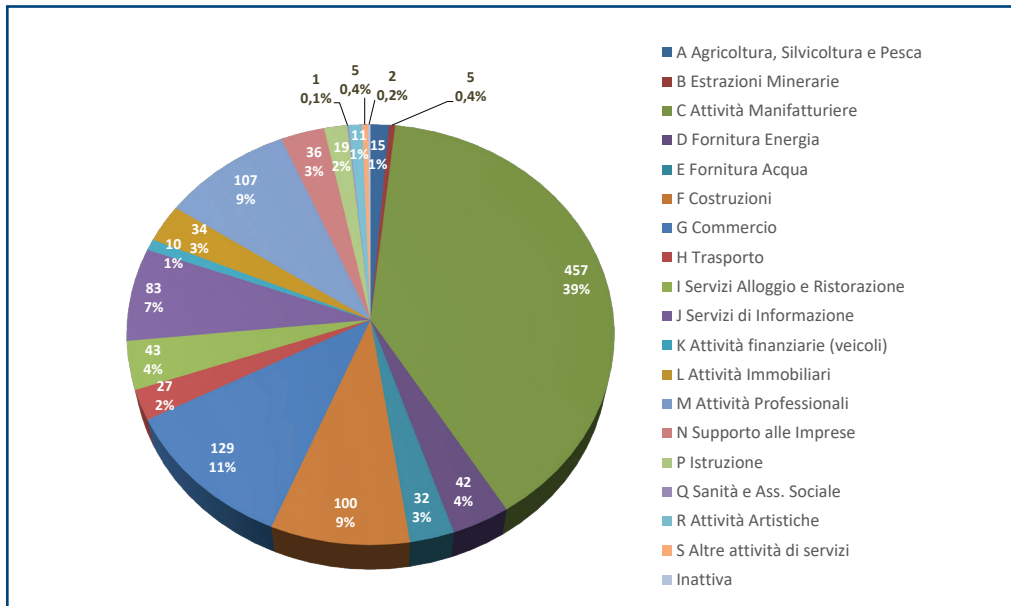


Figura 2.5

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

Figura 2.6

Segmentazione delle imprese emittenti dal 2013 al 2023 per tipologia di attività, secondo la classificazione ATECO. Campione: 1.158 imprese



emittenti di *minibond* che avevano un fatturato all'emissione inferiore a € 10 milioni risultavano quotate in Borsa.

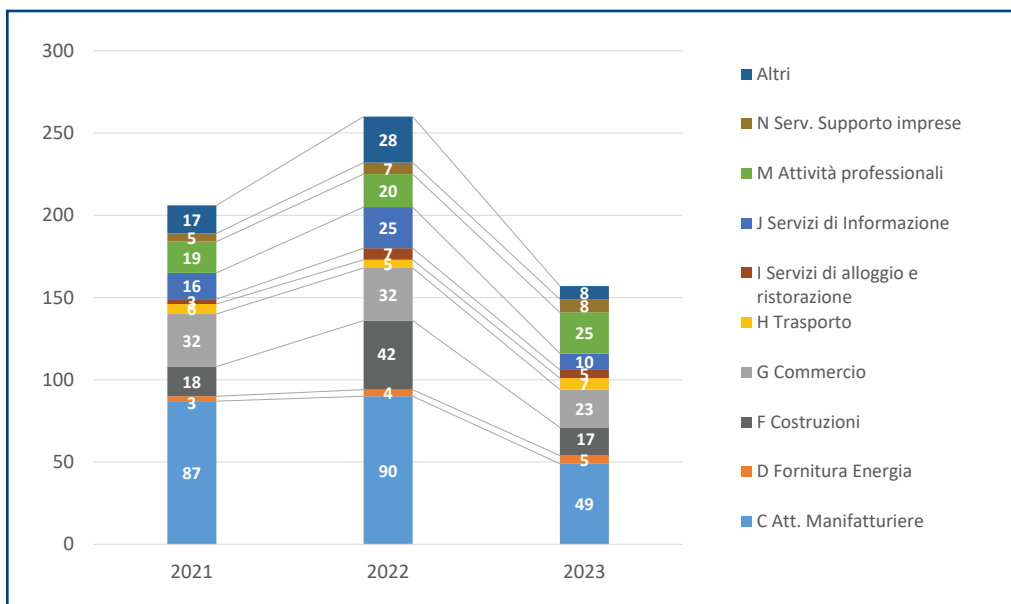
Nel 2023 abbiamo individuato 11 imprese quotate in Borsa sui listini azionari fra le 165 emittenti di *minibond* sotto € 50 milioni (il 6,7%, percentuale in lieve calo rispetto al 2022); ben 8 di queste appartengono ad Euronext Growth Milan.

La Figura 2.6 ci dà informazioni sul settore di appartenenza delle imprese emittenti, identificato dal codice di attività ATECO; ricordiamo che escludiamo dal computo le società finanziarie (codice K) a meno che non siano veicoli costituiti per operazioni di LBO. Si nota come il settore più rappresentato sia sempre quello delle attività manifatturiere (codice C) con 457 casi pari al 39,5% del campione, seguito dai gruppi 'Commercio' (codice G) con 129 emittenti (11,1%), 'Attività professionali' (codice M con 107 osservazioni, 9,2%), 'Costruzioni', codice F, a quota 100 (8,6%). Le imprese inattive sono emittenti recenti di nuova costituzione ancora senza codice ATECO.

La Figura 2.7 evidenzia i cambiamenti avvenuti dal 2021 al 2023 sempre per il settore di *business*. Quasi tutti i comparti perdono emittenti. La manifattura è quasi dimezzata nell'ultimo anno (passa da 90 a 49 aziende e rappresenta nel 2023 il 29,7%) e il settore delle costruzioni ha esaurito l'effetto degli incentivi sulle ristrutturazioni (scende a 17 emittenti nel 2023, ovvero il 10,3%). Sono invece in controtendenza i servizi di supporto alle imprese (codice N) che salgono da 7 a 8 (4,8%), le attività professionali con codice

Figura 2.7

Segmentazione delle imprese emittenti per settore di attività: evoluzione dal 2021 al 2023



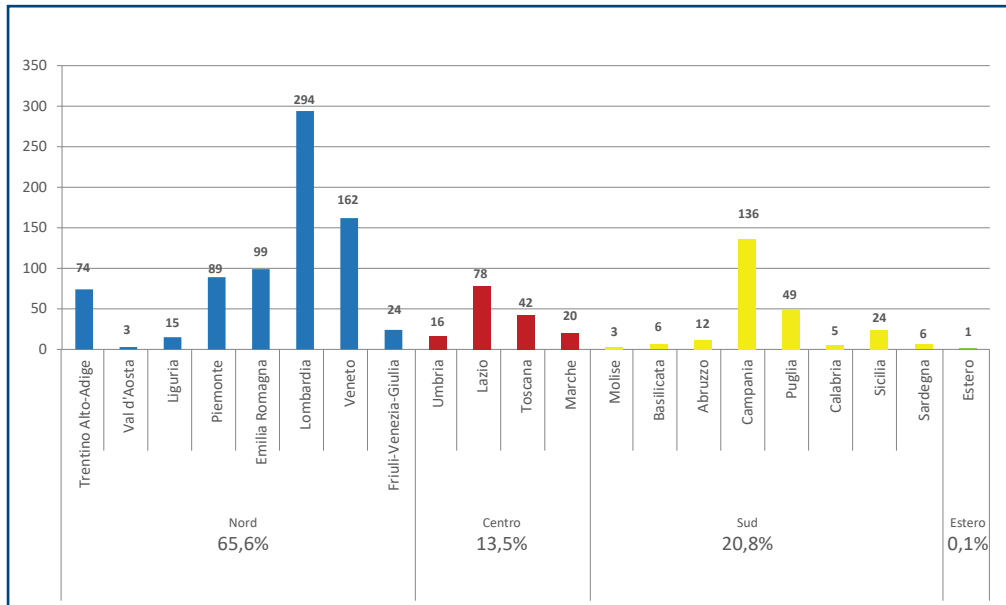


Figura 2.8
Segmentazione delle emittenti di *minibond* per localizzazione geografica. Campione: 1.158 imprese

M (+5 emittenti a quota 15,2%) e i trasporti (codice H, in salita da 5 a 7, ovvero 4,2%). Sempre interessante il contributo del commercio (codice G) con 23 aziende (13,9%). Calano anche i servizi di informazione (codice J) con 10 casi (6,1%).

Osservando invece la distinzione fra PMI e grandi imprese si apprezzano alcune specificità settoriali. Le PMI emittenti sono relativamente più rappresentate nei comparti: fornitura di energia, costruzioni, commercio, trasporto e attività immobiliari. Le grandi imprese sono più frequenti nelle attività minerarie, nel manifatturiero, nelle attività professionali e nei servizi di supporto alle imprese.

Passando ora a esaminare la localizzazione geografica delle emittenti, si conferma dall'avvio dell'industria nel 2013 la preponderanza delle regioni del Nord con il 65,6% del mercato (si veda la Figura 2.8) sebbene le regioni del Sud stiano 'rosicchiando' quote ogni anno.

In Lombardia sono localizzate 294 società emittenti (il 25,4% dell'intero campione). Si conferma al secondo posto il Veneto con 162 imprese (ma scende al 14,0%) e al terzo posto la Campania con 136 imprese (11,7%). Nelle regioni del Centro emerge sempre il Lazio (con 78 imprese, ovvero il 6,7%); la percentuale che detiene l'area a livello nazionale è il 13,5%. Nel Sud (20,8% totale) oltre alla Campania si segnala la Puglia (49 casi, 4,2%). Sempre rispetto alla distribuzione regionale, le emittenti classificate come grandi imprese sono in gran parte al Nord (73,3%) o al Centro (13,7%) mentre solo il 20,8% del-

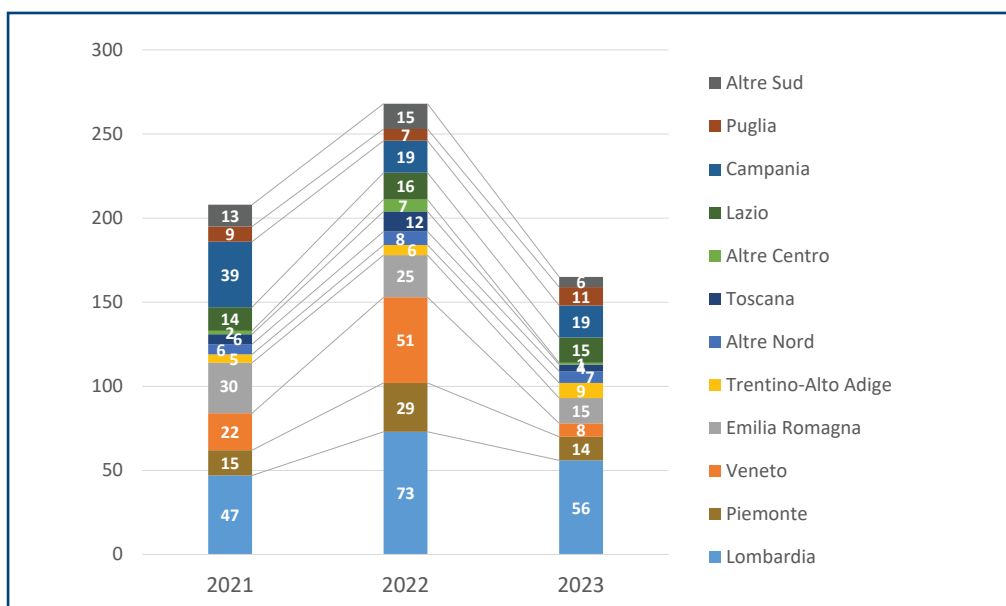


Figura 2.9
Localizzazione geografica delle imprese emittenti: evoluzione dal 2021 al 2023



Giovanni Frisone
(Cassa Depositi e
Prestiti)

“Occorre promuovere la crescita della finanza alternativa in Italia per supportare l’accesso al credito delle imprese e lo sviluppo di una cultura del mercato dei capitali. L’obiettivo è quello di offrire, in particolare al segmento delle PMI, gli strumenti necessari per crescere sul mercato domestico e internazionale e per rispondere in maniera efficace alle sfide della transizione energetica e digitale”

le grandi imprese arriva dal Sud. Limitando le statistiche alle sole PMI, la Lombardia è sempre in testa alla classifica con 188 imprese, seguita al secondo posto dalla Campania (108 PMI) che sorpassa il Veneto (fermo a 99).

Come si vede dalla Figura 2.9, nel 2023 la Lombardia conferma il primo posto con 56 emittenti; dopo il *boom* del 2022 il Veneto torna a 8 casi e il Piemonte si dimezza. Crescono Trentino-Alto Adige e Puglia mentre mantiene le posizioni la Campania (è al secondo posto nel 2023 con 19 emittenti). Emilia Romagna e Lazio si dividono il terzo posto con 15 aziende.

Le operazioni di sistema e i ‘*basket bond*’

Una delle criticità legate ai *minibond* emessi dalle PMI è la difficoltà nell’attrarre alcune tipologie di investitori professionali, talvolta anche stranieri, che tipicamente considerano *ticket* minimi di investimento sopra una certa soglia. Il taglio di emissione di un *minibond* - come si vedrà nel Capitolo 3 - può invece essere anche molto piccolo. Per rispondere a questo problema, è possibile ricorrere a emissioni di sistema che coinvolgono più emittenti, ottenendo uno schema noto con il nome di ‘*basket bond*’, nell’ambito dei quali osserviamo modelli diversi fra loro. In alcuni casi, le imprese procedono con emissioni ‘sincronizzate’ rispetto alle scadenze, le quali vengono sottoscritte interamente da un veicolo di cartolarizzazione creato appositamente, che si finanzia a sua volta sul mercato con un’emissione di *asset backed securities* (ABSs) che hanno come sottostante i singoli *minibond*. Gli investitori finali, quindi, acquistano titoli cartolarizzati rappresentativi di un ‘paniere’ diversificato, riuscendo a raggiungere una massa critica consistente. È anche possibile creare più *tranche* di ABSs, *junior* e *senior*, che possono essere sottoscritte da investitori differenti, chiaramente con profili di rischio e rendimento diversi. A rendere questi programmi maggiormente appetibili sul mercato c’è la possibile concessione di garanzie a copertura del rischio di credito sui finanziamenti, anche di portafoglio.

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

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

La Tabella 2.1 riassume la situazione del mercato, con risorse mobilitate nel corso del tempo per quasi € 2 miliardi; si evidenzia il ruolo di *anchor investor* di Cassa Depositi e Prestiti (CDP) che dal 2017 ad oggi ha mobilitato risorse per un totale di oltre un miliardo e mezzo di euro a supporto di oltre 250 PMI e Mid Cap.

La prima esperienza di finanziamento di un *pool* di aziende con i *minibond* è avvenuta nel 2014 con l’operazione Viveracqua Hydrobond, ideata da Banca Finint che ha agito in qualità di *arranger*, che ha coinvolto alcune emittenti del settore idrico integrato in Veneto. L’operazione è stata ripetuta nel 2016, nel 2020 e nel 2022, coinvolgendo complessivamente 13 aziende del settore idrico integrato in Veneto, che hanno raccolto in totale € 623,5 milioni.

In Campania, il programma Garanzia Campania Bond ha raggiunto 65 emittenti con un volume di risorse mobilitate pari a € 144,1 milioni. La finanziaria regionale Sviluppo Campania è intervenuta offrendo una garanzia fino al 25% sulla prima perdita del portafoglio. Tutte le emissioni sono state sottoscritte egualmente da Cassa Depositi e Prestiti e da Mediocredito Centrale (MCC). Da poco è partita la seconda edizione, il cui obiettivo è aggiungere altri € 148 milioni di investimenti; nel 2023 sono state coinvolte 19 PMI che hanno raccolto € 41,2 milioni. Come nella prima edizione, l’RTI costituito da MCC e Banca Finint ricopre il ruolo di *arranger* dell’operazione.

Anche il programma Basket Bond Puglia ha coinvolto 12 nuove emittenti nel 2023 (per un flusso di raccolta di € 38,9 milioni), con un volume di risorse mobilitate che ha rag-

giunto dall'inizio del programma € 150 milioni. Gli investitori sono Cassa Depositi e Prestiti, Mediocredito Centrale e UniCredit, con quest'ultima banca che svolge anche il ruolo di *arranger*.

Progetto	Contesto	Investitori principali	Emittenti totali	Controvalore emissioni
Viveracqua Hydrobond (4 emissioni)	Ciclo idrico integrato nel Veneto	BEI, CDP, Kommunalcredit Austria	13	€ 623,5 milioni
Garanzia Campania Bond	PMI in Campania	CDP, MCC	83	€ 185,3 milioni
Basket Bond Puglia	PMI in Puglia	CDP, MCC, UniCredit	39	€ 150 milioni
Export Basket Bond Programme	Società coinvolte nel progetto ELITE	CDP, MCC	11	€ 62 milioni
ELITE Basket Bond	Società coinvolte nel progetto ELITE	BEI, CDP	10	€ 122 milioni
ELITE - Intesa Sanpaolo Basket Bond	PMI	Intesa Sanpaolo	21	€ 160 milioni
ELITE Basket Bond Lombardia	Società lombarde coinvolte nel progetto ELITE	CDP, Finlombarda	4	€ 37 milioni
Basket Bond di filiera	Settore vitivinicolo	CDP, UniCredit	8	€ 40 milioni
Basket Bond di filiera	Settore cultura	CDP, UniCredit	4	€ 27 milioni
Basket Bond Sella	Società ad alto potenziale di crescita	CDP, MCC, Banca Sella	7	€ 56,5 milioni
Basket Bond Euronext Growth	Società quotate su Euronext Growth Milan	CDP, MCC, Banca Finnat	8	€ 41 milioni
Basket Bond BPER	PMI e Mid Cap	CDP, BPER Banca	16	€ 118 milioni
Basket Bond Italia	PMI e Mid Cap	CDP, MCC	22	€ 97,3 milioni
Basket Bond CAI	PMI e Mid Cap	CDP, MCC, Crédit Agricole	6	€ 37 milioni
Basket Bond ESG	PMI e Mid Cap	CDP, UniCredit	16	€ 124,5 milioni
Basket Bond Energia Sostenibile	PMI e Mid Cap della filiera dell'energia	Illimity Bank	5	€ 24 milioni
Bond Food Mezzogiorno	Imprese del Sud del settore agroalimentare	UniCredit	17	€ 65,9 milioni
Property Improvements Bonds 1 e 2	Efficientamento energetico del patrimonio immobiliare	IMI Intesa Sanpaolo	24	€ 126,7 milioni
Pluribond Turismo Veneto Spiagge	Operatori balneari veneti	Tramite il portale Fundera	11	€ 6,89 milioni
Pluribond Sviluppo Artigiano	PMI iscritte al Consorzio Fidi Sviluppo Artigiano	Tramite il portale Fundera	8	€ 3 milioni
Tech Basket Bond	PMI e Mid Cap dei comparti ICT/digital	CDP, MCC	3	€ 21 milioni
Basket Bond Sistema Confindustria con garanzia del Fondo Centrale di Garanzia	PMI e Mid Cap	CDP, MCC	3	€ 6 milioni

Tabella 2.1

Le principali operazioni di sistema sui *minibond* in Italia. Dati al 1/3/2024



Lorenzo Coletta
(Mediocredito Centrale)

“Una delle chiavi di successo dei Basket Bond è il supporto delle garanzie pubbliche, sia quelle regionali sia quelle nazionali del Fondo di Garanzia, che permette di utilizzare al meglio le opportunità offerte dal mercato dei capitali e di sostenere la diffusione e la crescita della cultura finanziaria delle PMI e delle Mid Cap italiane”

Negli anni scorsi abbiamo evidenziato anche altre operazioni: ELITE Basket Bond (2017), l'Export Basket Bond Programme (2019), ELITE Intesa Sanpaolo Basket Bond (2019), ELITE Basket Bond Lombardia (2019), Bond Food Mezzogiorno (2021), il programma Basket Bond di filiera con UniCredit (2021), il Basket Bond Energia Sostenibile lanciato da Eni in collaborazione con ELITE e Illimity (2022), VITA Superbonus ideato da LBO France (2022), Basket Bond BPER (2022), Basket Bond Italia (che coinvolge MCC, Banca Finint, Confindustria Veneto Est ed ELITE), Basket Bond CAI (con protagonisti MCC e il gruppo Crédit Agricole), Basket Bond ESG con UniCredit (programma lanciato nel 2022 per sostenere imprese che presentano progetti di investimento in linea con i principi ESG e che nel 2023 con un nuovo comparto *unsecured* ha visto 8 nuove emissioni



Manuel Marchiori
(C&G Capital)

“Nonostante l’aumento dei tassi, le imprese continuano a trovare nei minibond un’attraente opzione per raccogliere fondi. La flessibilità e versatilità del prodotto e la diversificazione delle fonti di finanziamento sono solo alcune delle ragioni dietro questa tendenza, evidenziando resilienza e adattabilità al mercato finanziario e alle mutevoli condizioni economiche, creando un vantaggio competitivo in una situazione che richiede visione e prontezza d’azione”

per € 76,5 milioni). Gli ultimi 4 progetti citati, ad eccezione del comparto *unsecured* del Basket Bond ESG, sono stati realizzati grazie alla Garanzia FEG, gestita dal Gruppo Banca Europea per gli Investimenti (Gruppo BEI), parte integrante del pacchetto di misure di risposta al Covid approvato dalla UE nel 2020 e dedicato a contrastare le difficoltà economiche e i rallentamenti produttivi causati dalla pandemia. Completano il quadro il Basket Bond Euronext Growth con Banca Finnat per finanziare imprese quotate sul segmento Euronext Growth Milan di Borsa Italiana (1 nuova emissione nel 2023) e il Basket Bond con Banca Sella (anche qui registriamo una nuova emissione). Per questo ultimo programma segnaliamo che nel 2023 il *target* totale è stato raddoppiato a € 200 milioni al fine di includere nuove emissioni di prestiti obbligazionari ‘*sustainability-linked*’: i risultati di impatto ESG ottenuti saranno certificati da operatori terzi seguendo i principi di riferimento definiti dall’International Capital Market Association (ICMA) che ad oggi rappresenta un punto di riferimento internazionale.

Passiamo ora ai nuovi progetti.

Si registra l’avvio del Basket Bond Tech di Cassa Depositi e Prestiti (CDP), Mediocredito Centrale (MCC) ed Equita (con il ruolo di *arranger*), dedicato principalmente a società appartenenti al settore del digitale e a progetti di innovazione tecnologica. Le prime 3 emissioni hanno raccolto € 21 milioni. Si evidenzia inoltre il primo *closing* del programma Basket Bond ‘Sistema Confindustria’ con garanzia del Fondo Centrale di Garanzia per un totale di € 6 milioni a favore di 3 società emittenti. L’iniziativa è promossa da Confindustria, strutturata da Banca Finint in qualità di *arranger*, vede CDP e MCC quali *anchor investor* e beneficia della garanzia diretta rilasciata dal Fondo PMI; il programma mira a sostenere i piani di investimento di imprese localizzate su tutto il territorio nazionale.

Sono invece ai nastri di partenza il Basket Bond Lazio, un progetto da € 60 milioni con garanzia regionale di Lazio Innova, che vede nel ruolo di *arranger*, un Raggruppamento Temporaneo di Imprese (RTI) composto da Mediocredito Centrale (MCC) come capofila, Banca Finint, Banca Finnat e Artigiancassa, e il progetto di Basket Bond di Regione Lombardia per le filiere innovative, sostenibili e competitive; l’obiettivo di quest’ultimo è quello di raccogliere le candidature delle imprese nell’estate 2024. Anche l’Emilia Romagna sta promuovendo un suo Basket Bond; l’importo massimo previsto per l’operazione è pari a € 100 milioni. L’*arranger* dell’operazione è BPER ed il *focus* dello strumento è il sostegno degli investimenti in ambito di riqualificazione energetica, supporto alle energie rinnovabili, miglioramento sismico e economia circolare.

Non dimentichiamo le operazioni che, senza necessariamente passare attraverso la cartolarizzazione, hanno coinvolto piccole emittenti appartenenti a *cluster* locali o di filiera. Frigiolini & Partners Merchant ha lanciato una serie di ‘Pluribond’ fra cui ‘Turismo Veneto Spiagge’ (11 emittenti) e ‘Sviluppo Artigiano’ (8 emittenti).

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

I costi del collocamento

Come già sottolineato negli anni scorsi, i costi del collocamento di un *minibond* sono un elemento cruciale ma non determinante nella valutazione di fattibilità, in un contesto in cui il credito bancario è tuttora accessibile a costo contenuto per le imprese ‘sane’, ma non per tutte le tipologie di aziende, come evidenziato nel Capitolo 1.

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

Ricordiamo l'elenco delle diverse voci di costo³, nell'ipotesi del collocamento presso investitori istituzionali:

- eventuali atti notarili (ad esempio la modifica dello Statuto per le Srl se non prevede la possibilità di emettere titoli mobiliari di debito) e registrazioni di contratti;
- richiesta del codice ISIN a Banca d'Italia (servizio gratuito), in caso di dematerializzazione dei titoli;
- accentramento dei titoli presso un ente autorizzato (ad esempio Monte Titoli SpA, il cui nome commerciale è ora Euronext Securities Milan); questa operazione comporta un costo iniziale intorno a € 2.000 (decrementale all'aumentare delle emissioni) e un costo a regime annuale di circa € 1.500 (tale costo è ridotto del 50% per gli emittenti di titoli quotati su Euronext Access Milan); i costi di adesione alla piattaforma di gestione accentrata di Euronext Securities Milan sono consultabili sul sito *web* nella sezione 'Contratti e Corrispettivi'. Gli emittenti inoltre possono avvalersi del servizio di Easy Issuance (al costo di € 500 annuo, come indicato da corrispettivi), messo a disposizione da Euronext Securities Milan, per la gestione degli adempimenti relativi al ciclo di vita dello strumento emesso (pagamento interessi, rimborsi ecc.) altrimenti possono avvalersi dei servizi forniti da un Centro Servizi e di una Banca Pagatrice di loro preferenza (si veda la sezione dedicata a pagina 59);
- ottenimento di un codice BIC non trasmissivo a Swift (servizio gratuito);
- certificazione del bilancio: per una PMI il costo annuale indicativo va da € 5.000 a € 15.000 in funzione del fatturato;
- consulenza eventuale di un *advisor* finanziario all'emissione (indicativamente il costo richiesto è fra lo 0,5% e il 2% del capitale collocato);
- nomina eventuale di un *arranger* (che può anche coincidere con l'*advisor*) per l'individuazione degli investitori che sottoscriveranno i *minibond* (indicativamente il costo *una tantum* è fra 0,5% e 1,5% del capitale collocato ma possono arrivare fino al 2,5% qualora non sia presente un *advisor*);
- coinvolgimento di uno studio legale per la redazione e/o verifica dei documenti; in tal caso il costo può essere abbastanza variabile e per le operazioni di importo medio-basso si trova un costo compreso fra € 12.000 e € 22.000;
- eventuale quotazione su un listino borsistico (ad esempio per Euronext Access Milan si vedano i corrispettivi richiesti da Borsa Italiana esplicitati nel Capitolo 1);
- gestione del sito Internet con una eventuale sezione 'Investor relations' e in generale dell'informativa richiesta dall'investitore e/o dal listino borsistico;
- emissione eventuale del *rating*: per il primo anno l'importo indicativo è fra € 5.000 e € 15.000 per una PMI (possono anche raddoppiare per una società di maggiore dimensione); per gli anni successivi il costo si riduce di circa il 40%.

³ I costi elencati esprimono semplicemente un riferimento raccolto da operatori sul mercato, per emissioni sotto € 50 milioni; naturalmente essi possono variare da caso a caso

L'analisi dei bilanci

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

Recuperando i dati dei bilanci fino al 2022, si è provveduto ad aggiornare il quadro dei principali indici contabili delle PMI emittenti. La Tabella 2.2 (nella pagina seguente) riassume tutti i risultati per i valori medi e mediani, suddivisi per anno di emissione: l'anno 0 rappresenta quello in cui il *minibond* è stato collocato e l'analisi è svolta fino al terzo anno precedente e al terzo anno successivo, sempre che sia disponibile. Il numero di bilanci disponibili dopo l'emissione non è lo stesso per tutte le imprese; ad esempio per le emissioni del 2021 e del 2022 arriviamo all'anno 1 e all'anno 0 rispettivamente.

Per quanto riguarda la marginalità operativa esaminiamo il rapporto fra EBITDA (margine operativo lordo) e vendite da fatturato. Le medie sono a volte negative e condizionate da alcuni valori estremi, ma le mediane sembrano indicare una marginalità stabile-prima del collocamento per le emittenti del 2017 e 2018; dopo l'emissione i dati sembrano

invece più deludenti. Il contrario accade per le aziende che hanno collocato nel 2019 e nel 2020.

Poi è stata misurata la leva finanziaria (*leverage*), ovvero il rapporto fra debiti finanziari e patrimonio netto. La struttura finanziaria dell'emittente è un importante parametro per valutare il rischio di insolvenza e la robustezza patrimoniale. Si notano valori stabili o in diminuzione, all'avvicinarsi dell'emissione e anche nell'anno 0, a testimoniare che nella maggioranza dei casi il *minibond* non va ad aggravare una situazione finanziaria già pesante, ma in un qualche modo 'rimpiazza', almeno parzialmente, debito che era già esistente, o perlomeno si affianca a ricapitalizzazioni *equity*. Come sottolineato negli anni passati, laddove esistono i dati del bilancio dell'anno successivo all'emissione, si osserva una ulteriore riduzione del *leverage* mediano a indicare che molto spesso le obbligazioni sono utilizzate per rifinanziare il debito, oppure per implementare investimenti co-finanziati con capitale di rischio. Sembra però esserci un'inversione di tendenza nel 2021, quando il *leverage* tende a crescere l'anno dopo.

Tabella 2.2

Indici di bilancio prima e dopo l'emissione di *minibond* (l'anno 0 è quello del collocamento). Valori medi (fra parentesi i valori mediani). Campione: 806 PMI emittenti di *minibond* dal 2017 al 2023 (veicoli di LBO esclusi).
Fonte: AIDA-BVD

Emittenti 2017	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
EBITDA / Vendite	5,0% (10,1%)	-0,3% (9,6%)	15,10% (11,3%)	11,1% (9,6%)	-8,3% (8,3%)	2,2% (8,3%)
<i>Leverage</i>	1,65 (1,44)	1,79 (1,50)	1,58 (1,29)	1,57 (0,81)	2,02 (0,78)	1,13 (0,76)
Emittenti 2018	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
EBITDA / Vendite	-4,8% (8,4%)	-0,3% (8,2%)	2,4% (8,2%)	-0,9% (8,1%)	-14,7% (7,1%)	-1,6% (7,2%)
<i>Leverage</i>	1,55 (1,42)	1,55 (1,12)	1,98 (1,11)	1,32 (1,01)	1,70 (0,81)	1,10 (1,00)
Emittenti 2019	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
EBITDA / Vendite	5,0% (9,7%)	11,9% (9,2%)	5,0% (8,9%)	-0,2% (9,0%)	3,0% (10,1%)	11,5% (11,4%)
<i>Leverage</i>	5,08 (1,58)	5,62 (1,40)	2,54 (1,25)	1,91 (1,03)	1,92 (1,02)	2,72 (0,96)
Emittenti 2020	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
EBITDA / Vendite	5,0% (9,2%)	12,3% (9,6%)	6,6% (9,6%)	5,4% (9,2%)	1,0% (10,3%)	-
<i>Leverage</i>	1,56 (1,08)	1,68 (1,12)	1,61 (1,06)	1,48 (0,87)	2,30 (0,96)	-
Emittenti 2021	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
EBITDA / Vendite	11,7% (9,3%)	8,2% (9,2%)	10,1% (9,2%)	5,5% (8,4%)	-	-
<i>Leverage</i>	1,58 (1,21)	1,23 (1,04)	1,79 (0,97)	1,94 (1,05)	-	-
Emittenti 2022	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
EBITDA / Vendite	-2,4% (8,2%)	-8,5% (8,7%)	3,2% (8,6%)	-	-	-
<i>Leverage</i>	2,65 (0,95)	1,45 (0,81)	2,28 (0,93)	-	-	-
Emittenti 2023	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
EBITDA / Vendite	10,5% (9,4%)	8,1% (9,9%)	-	-	-	-
<i>Leverage</i>	1,69 (0,78)	1,76 (0,87)	-	-	-	-

La Tabella 2.3 riporta la distribuzione per quartili del tasso di crescita medio del fatturato consolidato, definito dal *compounded annual growth rate* (CAGR), a cavallo dell'emissione del *minibond*. Il campione è costituito da 806 PMI che hanno raccolto dal 2017 al 2023, esclusi i veicoli utilizzati per *leveraged buyout*. I dati relativi alle emittenti degli anni precedenti sono riportati nei Report passati.

Le PMI che collocano *minibond* mediamente crescono in misura significativa già prima della raccolta di capitale: valori medi e mediani sono sempre positivi e a doppia cifra in diversi anni *vintage*, in particolare per le emittenti 2023.

Dopo l'emissione, per i collocamenti più 'vecchi' la crescita sembra rallentare (teniamo conto anche delle difficoltà fra il 2020 e il 2021 legate alla pandemia e del recupero successivo). Per le emissioni del 2021 il 2022 è andato bene e si registra una crescita del volume d'affari per quasi tutte le imprese. Il dato più interessante è quello relativo al quartile delle imprese con tassi di crescita maggiore, che dopo la raccolta di capitale è sempre a doppia cifra. Ciò vuol dire che c'è un gruppo di imprese 'virtuose' caratterizzate da buoni incrementi del fatturato. All'estremo opposto invece si sono aziende che non crescono in misura significativa.

Aphrodite SpA

Si tratta del veicolo costituito nel 2023 per l'operazione di acquisizione del 25% di Brandart SpA, *provider* a livello mondiale di soluzioni di *packaging, merchandising e display procurement* per i principali *consumer brand* di fascia alta (come moda, occhialeria, gioielli, orologi). L'acquirente è Tikehau Capital, fondo di *private equity* che fornirà il supporto strategico per accelerare ulteriormente la crescita del *business*. Brandart ha sede a Busto Arsizio (VA) e nel 2022 ha ottenuto ricavi per € 215 milioni con un EBITDA *margin* del 14,8%. L'operazione è stata co-finanziata a leva con un *minibond* da € 30 milioni emesso dal veicolo Aphrodite, controllato al 97% da Tikehau. Il titolo è *senior, secured*, con durata massima 7 anni, tasso variabile pari all'Euribor più uno *spread* del 7,5% con opzione di capitalizzazione degli interessi (PIK). Hanno sottoscritto il *minibond* i fondi di *private debt* di Tenax Capital, Green Arrow Capital SGR e Merito SGR.

Axore Srl

Axore, detenuta al 100% da Leonis Group, è una società operante nel commercio di prodotti elettronici e di telefonia rigenerati (principalmente *smartphone* e *tablet*) e di componentistica di ricambio tramite piattaforme come Refurbed, Amazon e Ebay. Nel 2023 la società ha emesso il suo primo *minibond* collocato all'interno della sezione Crowdbond della piattaforma Opstart raccogliendo € 600.000. Il *minibond*, con durata pari a 36 mesi, prevede il riconoscimento di un tasso annuale del 7,5% ed è coperto per l'80% dal Fondo di Garanzia per PMI. L'emissione si caratterizza per la modalità '*easy-issuance*', volta a facilitare la gestione dei pagamenti e delle sottoscrizioni e sviluppata da Monte Titoli. L'obiettivo del *minibond* è quello di finanziare il piano degli investimenti dell'azienda nei prossimi anni, garantendo la necessaria liquidità.

Gibus SpA

La società ha sede a Saccolongo (PD) ed è attiva nella progettazione, produzione e fornitura di sistemi di protezione solare mobile esterna e in particolare di tende e coperture da giardino. Nel 2019 Gibus si è quotata su Euronext Growth Milan. Nel 2023, dopo un primo semestre con un fatturato di oltre € 50 milioni, in crescita dell'11% rispetto al 2022, la società ha collocato il suo primo *minibond* strutturato e interamente sottoscritto da Mediocredito Trentino Alto Adige, di importo pari a € 5 milioni, scadenza 2030 e cedola indicizzata all'Euribor con *spread* 2,5%, assistito dalla garanzia Invest EU - Innovation del Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI). "Siamo estremamente orgogliosi dell'emissione del nostro primo *minibond* - afferma Alessio Bellin, Amministratore Delegato di Gibus - i cui proventi saranno principalmente indirizzati al sostegno finanziario della recente acquisizione di Leiner e ai relativi piani di sviluppo mirati al rafforzamento della presenza del gruppo nell'area tedesca".

Rizz-Immobiliare SpA

La storia di Rizzante Hotels nasce alla fine degli anni Sessanta a Jesolo con l'acquisizione dell'Hotel Marina da parte di Alessandro Rizzante e nei decenni successivi di una serie di *hotel* di eccellenza della costa adriatica in Veneto. Il gruppo nel 2022 ha generato ricavi per circa € 10 milioni. Nelle scorse settimane la *holding* di famiglia Rizz-Immobiliare SpA ha collocato attraverso il portale Fundera un *minibond short term* a scadenza 1 anno, cedola 6% e importo massimo € 1 milione. Grazie alla nuova normativa europea sul *crowdfunding* di recente introduzione, l'emissione è stata sottoscritta in massima parte dai dipendenti e collaboratori del Gruppo Rizzante. Come sottolinea Matteo Rizzante, attuale CEO di Rizz-Immobiliare SpA, "non solo abbiamo introdotto nelle nostre fonti di provvista i *minibond* nelle varie declinazioni di durata e finalità, ma abbiamo potuto creare per la prima volta uno strumento di *welfare* aziendale".

Svas Biosana SpA

Svas Biosana produce e distribuisce dispositivi medici destinati alle strutture sanitarie pubbliche e private. La società ha sede a Somma Vesuviana (NA) ed è quotata su Euronext Growth Milan; a luglio - insieme alla sua controllata Mark Medical - ha perfezionato l'emissione di due prestiti obbligazionari per un importo complessivo di € 13 milioni, strutturati e collocati da Banca Finint, sottoscritti da Crédit Agricole Italia, Iccrea Banca, Banca di Credito Popolare e Finest. I titoli scadono nel 2029 e sono di tipo *unsecured*. L'operazione è finalizzata a sostenere il percorso di ulteriore crescita del gruppo fra cui la costruzione di un nuovo stabilimento produttivo. Umberto Perillo, Amministratore Delegato, ha dichiarato che "con queste nuove risorse finanziaremo i nostri programmi di sviluppo industriale e di espansione delle attività all'estero".

Box 2.1

Casi di studio di emittenti di *minibond* nel 2023



Roberto Quagliuolo
(Tikehau Capital)



Alessio Bellin
(Gibus SpA)



Matteo Rizzante
(Rizz-Immobiliare SpA)



Umberto Perillo
(Svas Biosana SpA)

Tabella 2.3

Compounded annual growth rate (CAGR) dei ricavi consolidati prima dell'emissione. L'anno 0 è quello dell'emissione. Campione: 806 PMI emittenti di *minibond* dal 2017 al 2023 (veicoli di LBO esclusi). Fonte: AIDA-BVD

Emittenti	Periodo	Valore medio	Valore mediano	Primo quartile	Terzo quartile
2017	(-3, -1)	9,7%	3,9%	-3,4%	14,5%
	(0, +2)	4,6%	3,1%	-4,0%	12,5%
2018	(-3, -1)	6,8%	8,3%	-1,3%	20,4%
	(0, +2)	-5,8%	-3,7%	-14,6%	12,1%
2019	(-3, -1)	12,1%	7,3%	1,1%	18,3%
	(0, +2)	0,9%	1,5%	-9,3%	10,1%
2020	(-3, -1)	11,0%	22,1%	10,0%	36,5%
	(0, +2)	25,6%	8,5%	-1,8%	17,3%
2021	(-3, -1)	7,9%	3,6%	-6,7%	19,7%
	(0, +1)	11,0%	10,1%	2,6%	18,6%
2022	(-3, -1)	14,8%	10,8%	-0,9%	27,2%
2023	(-3, -1)	34,1%	23,0%	11,4%	38,2%

Sulla base delle interviste condotte nei dieci anni di vita dell'Osservatorio (si veda ad esempio il Box 2.1 nella pagina precedente, che riporta alcuni casi di emittenti del 2023), pensiamo che non ci sia un'evidenza di un rapporto causa-effetto fra emissione di *minibond* e crescita del fatturato; appare invece che il collocamento sia un 'di cui' nella strategia di sviluppo dell'impresa, iniziata negli anni precedenti.

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

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

Per concludere, non esistono statistiche affidabili sui tassi di *default* delle emittenti, poiché non sempre questi eventi negativi vengono segnalati. Secondo Loan Agency Services, il tasso di insolvenza storico dei *minibond* in Italia è intorno al 5% mentre sono ben più frequenti i casi di ridiscussione e ristrutturazione del debito. Ad esempio, le richieste di *waiver* per il non rispetto dei *covenant* (si veda la trattazione a pagina 45) riguardano il 24% dei casi. Fra i casi di emittenti di *minibond* insolventi nel 2023 possiamo citare Werther International.



Fabrizio Fiordiliso
(Fiordiliso & Associati)

"Il mercato dei *minibond* è diventato ormai maturo anche in Italia e gli imprenditori, anche quelli medio-piccoli, hanno sempre maggiore consapevolezza della necessità di diversificare le fonti di provvista a supporto della crescita delle loro aziende. Sarebbe auspicabile introdurre qualche incentivo per un utilizzo più massivo dello strumento, con particolare attenzione alle operazioni ibride, alle garanzie da presentare ai sottoscrittori e allo snellimento di alcune procedure per le emissioni più piccole"

3. Le emissioni

Dopo avere esaminato nel Capitolo precedente le caratteristiche delle imprese emittenti, possiamo ora alla rassegna delle caratteristiche delle emissioni dei *minibond* italiani, con l'aggiornamento delle operazioni registrate nel corso del 2023.

La tassonomia dei *minibond*

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

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

Per questi motivi adottiamo una tassonomia descritta in Tabella 3.1, elaborata sulla base dell'osservazione delle dinamiche del mercato e utilizzando le chiavi di classificazione sopra menzionate.

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

Tabella 3.1

La tassonomia dei *minibond*

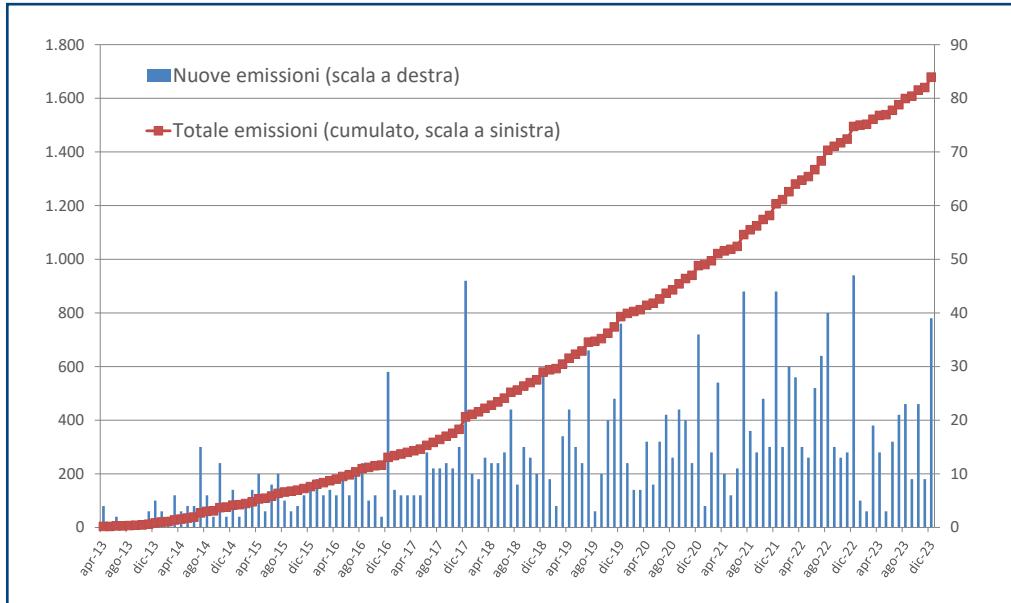
(*) oltre all'eventuale *originator*

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

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

Figura 3.1

Flusso temporale delle emissioni di *minibond* dal 2013 al 2023 (emissioni sotto € 50 milioni)



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

Le emissioni fino al 2023: statistiche descrittive

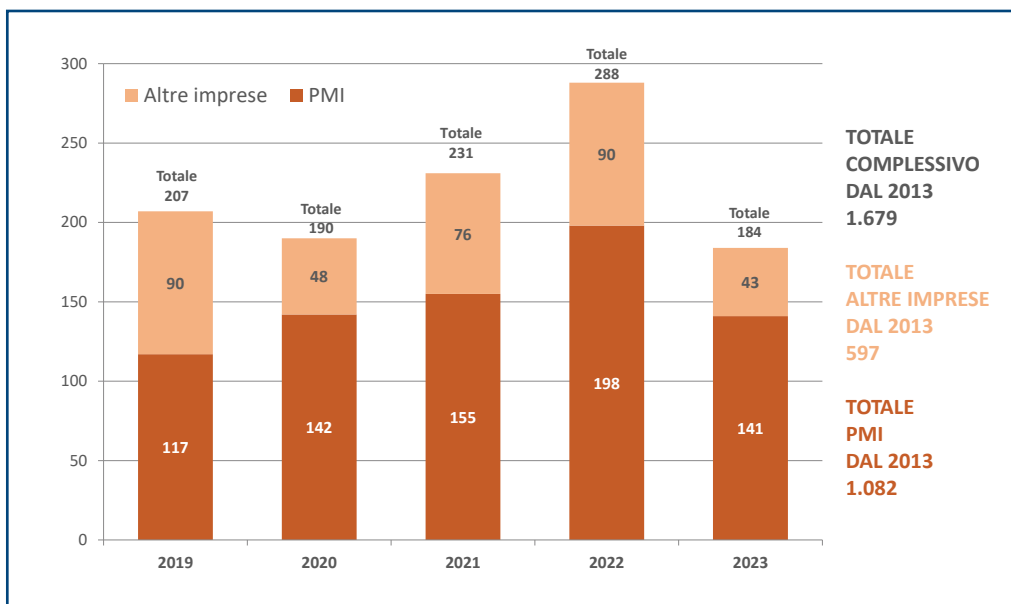
Le emissioni di *minibond* censite dall'Osservatorio durante l'anno 2023 di importo inferiore a € 50 milioni, in linea con la definizione adottata nel Capitolo 1, risultano essere 184. L'elenco completo è riportato in Appendice. Nel corso del 2022 si erano registrate invece 288 emissioni; il calo è quindi pari a -36% ed è in linea con i dati sulle emittenti. Peraltro, le emissioni non si sono distribuite abbastanza equamente fra i due semestri; nei primi 6 mesi sono state individuate 'solo' 60 operazioni (bisogna tornare al 2017 per vedere un *trend* così sfavorevole), mentre il secondo semestre ha portato un contributo di 124 emissioni, con un netto recupero.

A partire dal 2013 disponiamo di un campione complessivo di 1.679 collocamenti, la cui distribuzione nel tempo è descritta in Figura 3.1.

Per quanto riguarda la tipologia di strumenti finanziari, si tratta nella grande maggio-

Figura 3.2

Flusso temporale del numero di emissioni di *minibond* negli ultimi 5 anni. Dati in € milioni.



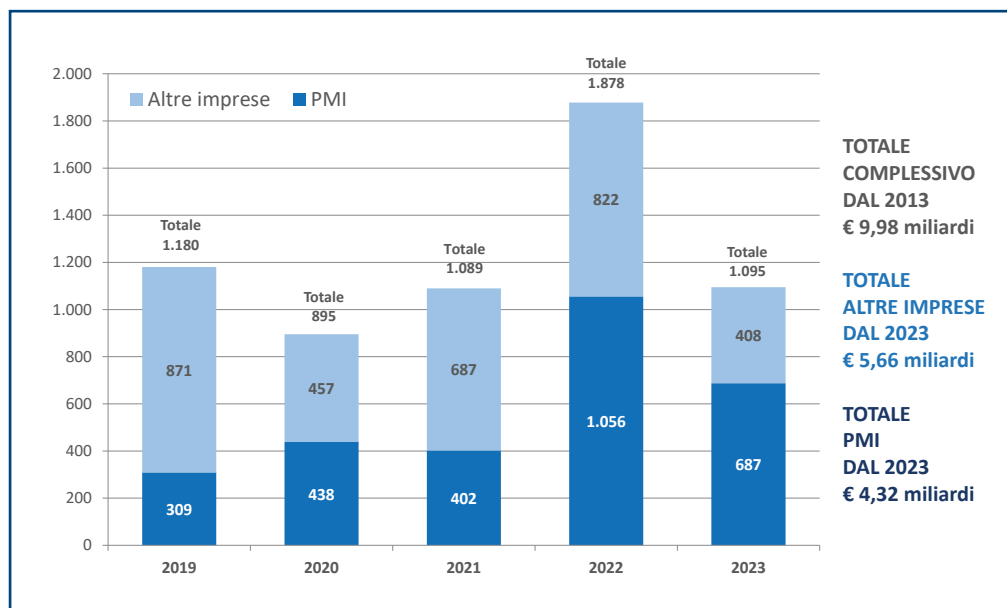


Figura 3.3

Flusso temporale del controvalore di emissioni di *minibond* negli ultimi 5 anni. Dati in € milioni.

ranza di casi di obbligazioni e titoli di debito. Abbiamo però anche 25 cambiali finanziarie sotto € 50 milioni, pari all'1,5% del campione, che sono ormai molto rare sul mercato (nel 2023 non abbiamo registrato alcuna emissione da società non finanziarie).

La Figura 3.2 e la Figura 3.3 descrivono il flusso annuale rispettivamente del numero e del controvalore delle emissioni negli ultimi 5 anni. Il valore nominale totale raggiunto a fine 2023 è pari a € 9,98 miliardi; il contributo di flusso relativo al solo 2023 è stato pari a € 1,095 miliardi, con un calo del 42% rispetto al 2022. Se teniamo conto solo delle emissioni effettuate da PMI, il totale dal 2013 scende a € 4,32 miliardi. Si può osservare che nel 2023 è mancato soprattutto il contributo delle grandi imprese. Addirittura se guardiamo alla raccolta fatta solo dalle PMI il 2023 non è andato affatto male (€ 687 milioni, superato solo dal record del 2022).

Per capire meglio la dinamica negativa, nella Figura 3.4 abbiamo disaggregato il flusso della raccolta fra le diverse tipologie di *minibond* individuate dalla tassonomia della Tabella 3.1. Si nota subito un calo nel flusso dei *basket bond* (si veda per un dettaglio la Tabella 2.1 nel capitolo precedente, a pagina 31); la differenza nei volumi fra 2022 e 2023 è circa € 500 milioni. Anche le altre tipologie di emissioni sono calate rispetto al 2022, ma le operazioni *listed* e *private* totalizzano un flusso superiore a quello del 2021.

La Figura 3.5 aggiorna i dati del controvalore medio delle emissioni per semestre, che fino al primo semestre 2023 è tornato a crescere, attestandosi intorno a € 7,5 milioni. Nel

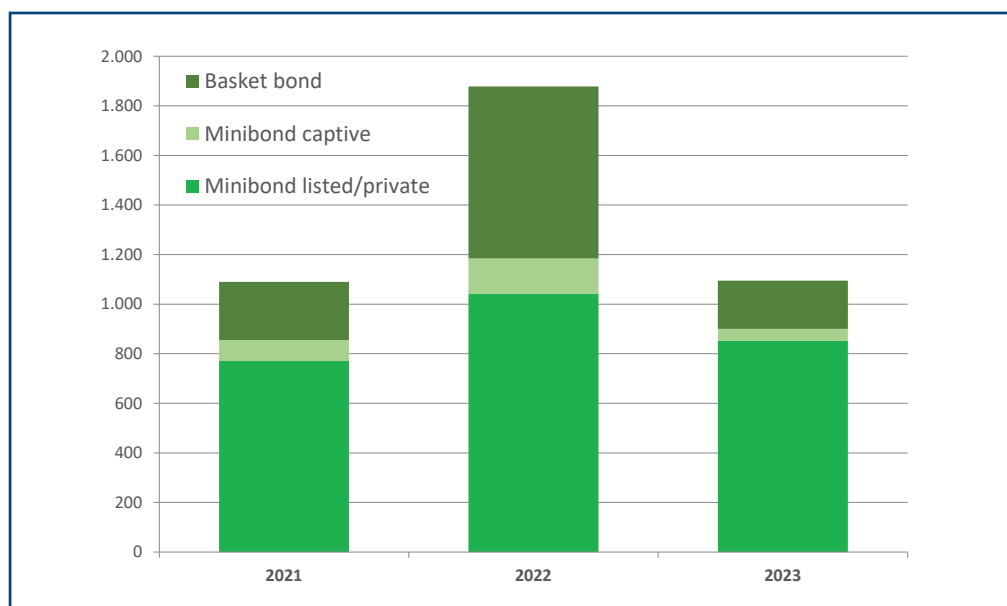
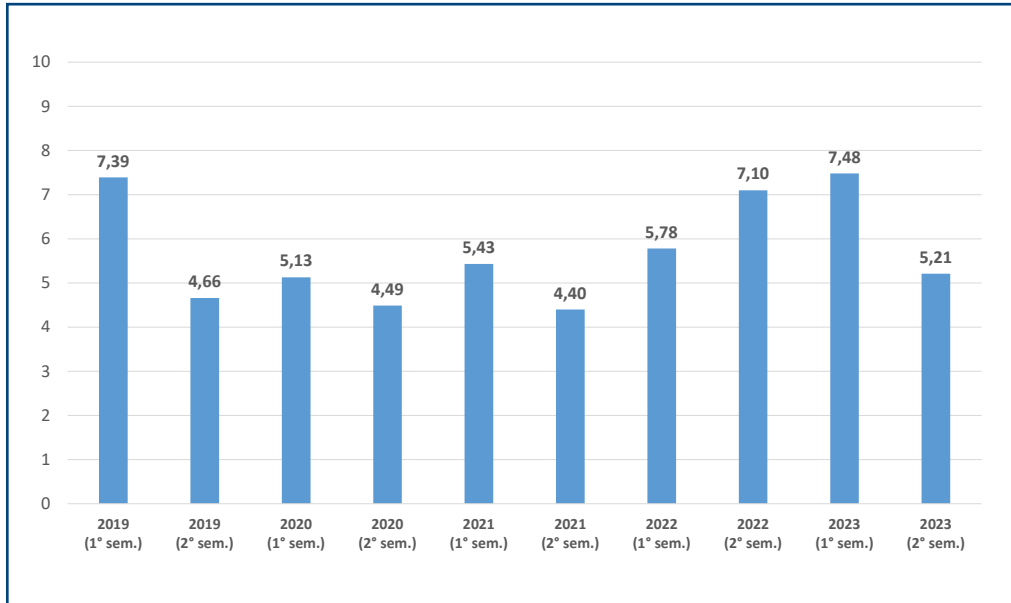


Figura 3.4

Flusso temporale del controvalore di emissioni di *minibond* negli ultimi 3 anni, per tipologia di operazione. Dati in € milioni.

Figura 3.5
 Valore nominale medio delle emissioni di *minibond* in ogni semestre negli ultimi 5 anni (dati in € milioni).



secondo semestre siamo a € 5,21 milioni, in linea con i valori del 2022.

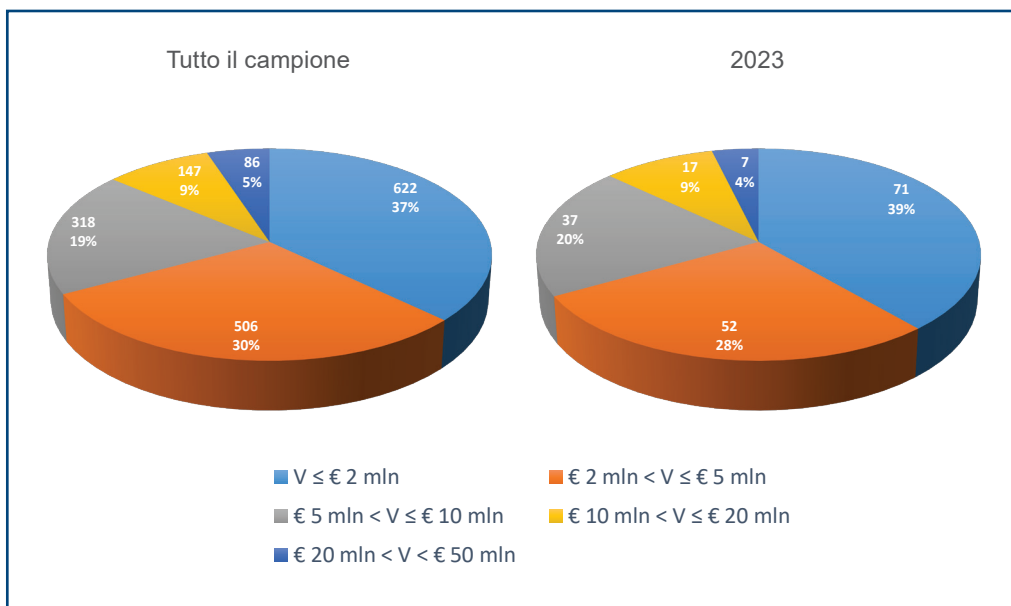
Il valore medio del collocamento effettuato dalle PMI è pari a € 3,99 milioni, mentre quello effettuato dalle grandi imprese è pari a € 9,48 milioni. La media complessiva sulle 1.679 osservazioni è pari a € 5,94 milioni.

La distribuzione del controvalore delle singole emissioni è riportata nella Figura 3.6, dove si nota che il 37,0% dei *minibond* del campione totale ha un valore di collocamento minore o uguale a € 2 milioni, mentre il 30,1% ha un valore compreso fra € 2 milioni e € 5 milioni. Se guardiamo solo al 2023 le percentuali sono del tutto simili ai valori storici: il primo gruppo costituito dalle emissioni più piccole arriva al 38,6% mentre il secondo totalizza il 28,3%. I titoli con importo superiore a € 20 milioni rappresentano il 5,1% di tutto il campione, un po' meno nel 2023 (3,8%).

Per quanto riguarda la quotazione su un mercato borsistico dei 1.679 *minibond* censiti (si veda la Figura 3.7) 1.209 non sono stati quotati (pari al 72,0%) mentre 360 (il 21,4%) sono stati quotati da Borsa Italiana sul segmento ExtraMOT PRO o su ExtraMOT PRO³ (ora Euronext Access Milan) e infine 110 (6,5%) sono stati quotati su altri mercati esteri (in genere Austria, Lussemburgo, Irlanda).

In realtà se si considerano solo le emissioni del 2023 (parte destra della Figura 3.7) le non quotate sono 170 (92,4%, percentuale in lieve calo rispetto all'anno scorso) e le quotate sul listino professionale milanese sono appena 3 (1,6%); c'è stato invece un buon incre-

Figura 3.6
 Distribuzione del controvalore nominale delle singole emissioni. Confronto fra il campione complessivo di 1.679 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni e il campione del 2023 (184 emissioni)



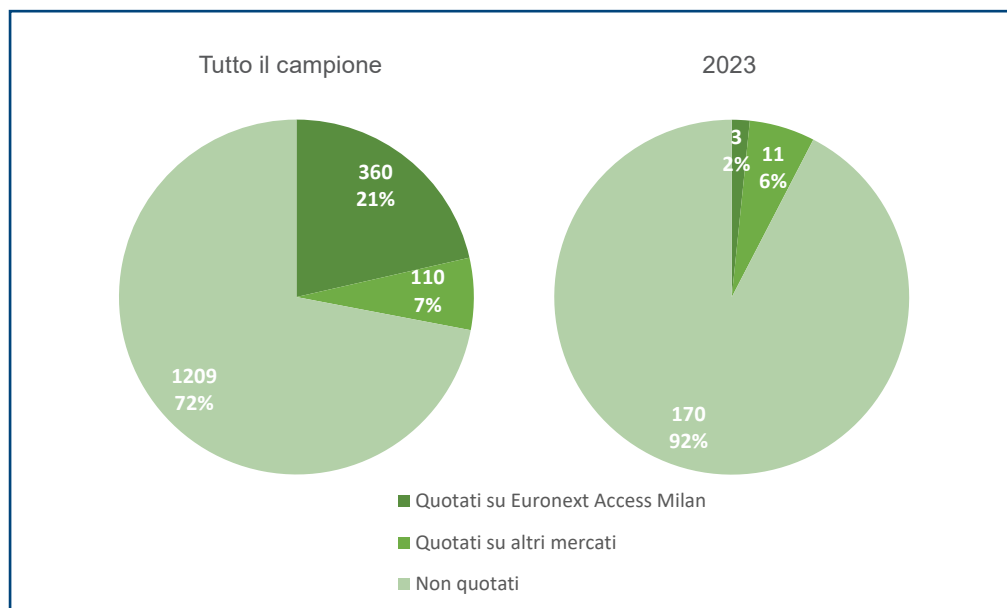


Figura 3.7

Quotazione dei *minibond* su un mercato borsistico. Confronto fra il campione complessivo di 1.679 emissioni di *minibond* e il campione del 2023 (184 emissioni)

mento per le quotazioni sui listini esteri (ben 11, pari al 6,0%). Si pone quindi un tema di attrattività della piazza finanziaria nazionale; occorre riflettere sulle motivazioni che spingono a prediligere i listini oltre i confini.

Scadenza e remunerazione offerta

Passiamo ora ad analizzare la scadenza dei *minibond* del campione, nonché la remunerazione offerta al mercato. Per quanto riguarda la scadenza, la Figura 3.8 suddivide il campione totale in diverse fasce. La maggioranza dei titoli ha una scadenza superiore a 7 anni (428 casi, pari al 25,5%). Abbiamo poi 370 titoli (22,0% del totale) con scadenza fra 5 e 6 anni. Si conferma che le *maturity* comprese fra 1 e 4 anni sono invece le meno frequenti. Un buon numero di *minibond* scadeva entro 1 anno (159, pari al 9,5%). Il valore medio complessivo della *maturity* è pari a 5,46 anni.

La Figura 3.9 mette in luce l'evoluzione nel corso del 2023 rispetto all'anno precedente. C'è un calo su tutte le scadenze, con l'eccezione di quelle meno utilizzate (fra 2 e 4 anni) che rimangono costanti. In particolare si sono viste molte meno emissioni a scadenza fra 6 e 7 anni, fra 4 e 5 anni e inferiori ai 12 mesi (probabilmente a causa del costo del capitale significativo sulle scadenze a breve). Il valore medio per il 2023 è 5,21 anni, in leggerissimo calo rispetto a quello del 2022 (5,62 anni).

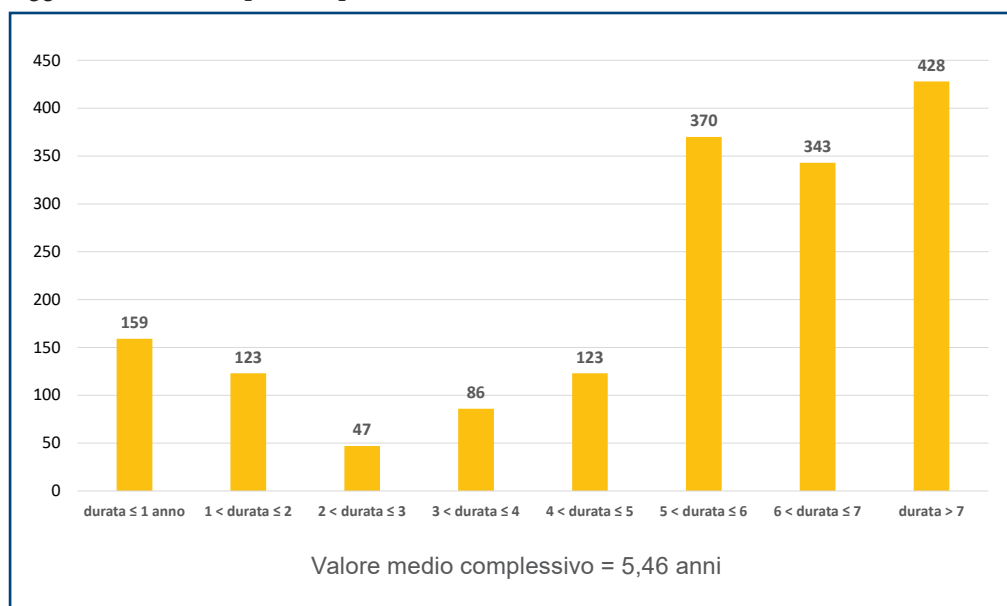
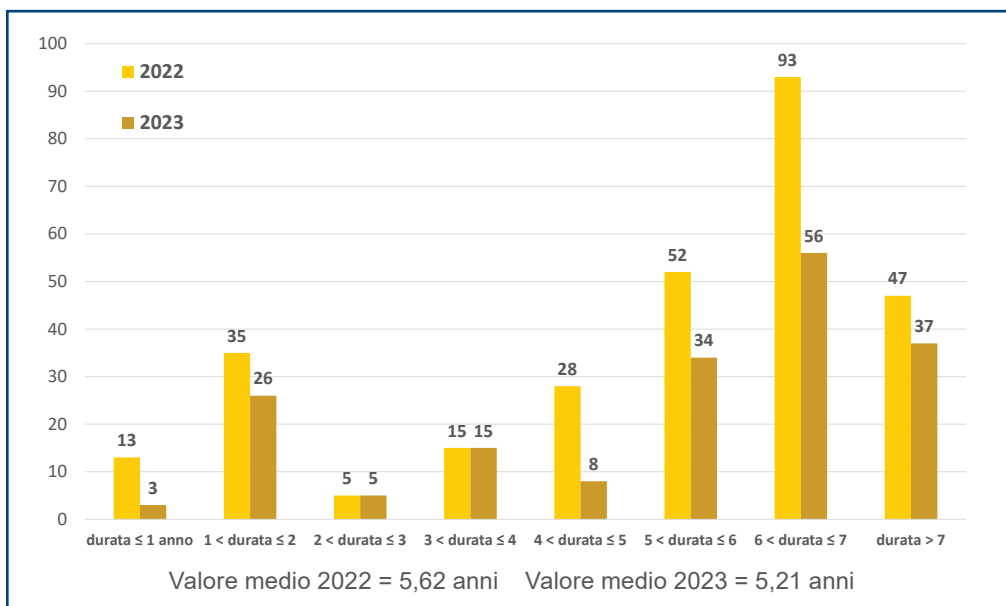


Figura 3.8

Distribuzione complessiva della scadenza del titolo. Campione: 1.679 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni

Figura 3.9

Distribuzione della scadenza dei *minibond*: confronto fra 2022 e 2023



Non sempre la scadenza del titolo coincide con il rimborso dell'intero capitale (modalità *bullet*), come invece accade tipicamente per le obbligazioni emesse da grandi imprese o da Stati sovrani. Nel caso dei *minibond* è diffusa la pratica di rimborsare il capitale progressivamente nel corso del tempo (modalità *amortizing*). Ciò serve a ridurre la *duration* (ovvero la vita media pesata dei flussi finanziari a servizio del *minibond*) e quindi il rischio, per l'investitore, 'spalmando' l'impegno finanziario dell'emittente su più anni. La Tabella 3.2 evidenzia che la frequenza della modalità *amortizing* è aumentata rispetto alle statistiche dell'anno scorso. La troviamo nel 63,9% dei casi, mentre nella *survey* precedente eravamo in totale al 65,4%.

Tabella 3.2

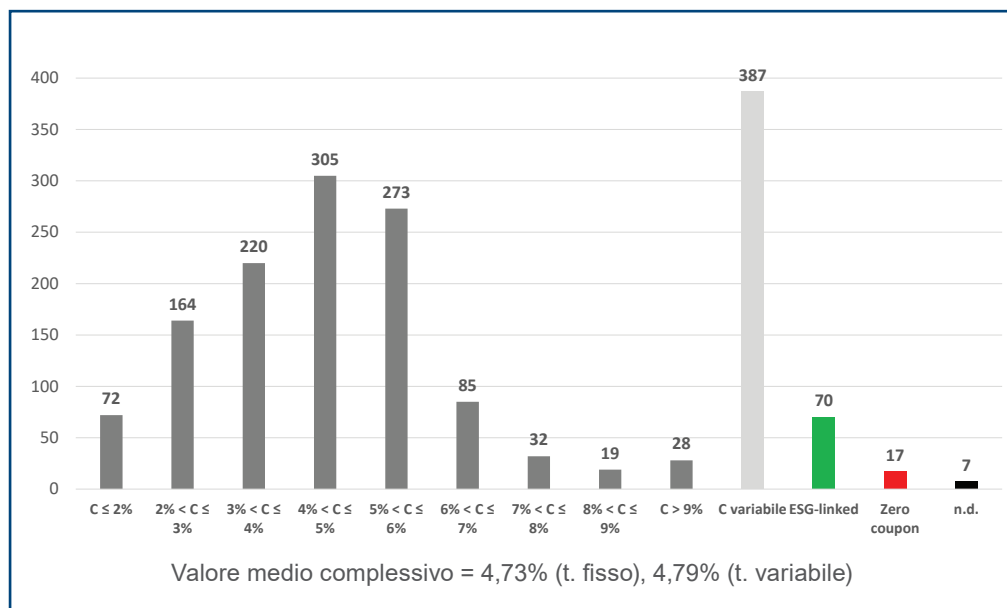
Statistiche sulla modalità di rimborso del capitale.
Campione: 1.679 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni

Modalità di rimborso:	<i>Bullet</i>	<i>Amortizing</i>	n.d.
Tutto il campione	33,0%	63,9%	3,1%
PMI	33,8%	62,7%	3,5%
Grandi imprese	31,5%	66,2%	2,3%
Società quotate in Borsa	32,3%	61,7%	6,0%
Società non quotate in Borsa	33,0%	64,1%	2,9%
<i>Minibond</i> con scadenza inferiore a 5 anni	81,2%	14,7%	4,1%
<i>Minibond</i> con scadenza uguale o > 5 anni	17,2%	80,0%	2,8%

La determinante più importante è sicuramente la *maturity*: l'81,2% delle emissioni sotto i 5 anni è *bullet* mentre l'80,0% di quelle a lunga scadenza è *amortizing*. Per le PMI è un poco più frequente il rimborso *bullet*.

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

La Figura 3.10 evidenzia che la maggioranza dei *minibond* del campione paga una cedola fissa; sono invece 387 le emissioni (il 23,0% dei casi) che prevedono una cedola variabile, di solito collegata a un tasso interbancario come l'Euribor. Evidenziamo anche i *minibond* con cedola *ESG-linked* (ne parliamo a pagina 49, in un paragrafo dedicato) ovvero indicizzata alla *performance* di sostenibilità dell'emittente. Si tratta di una prassi avviata

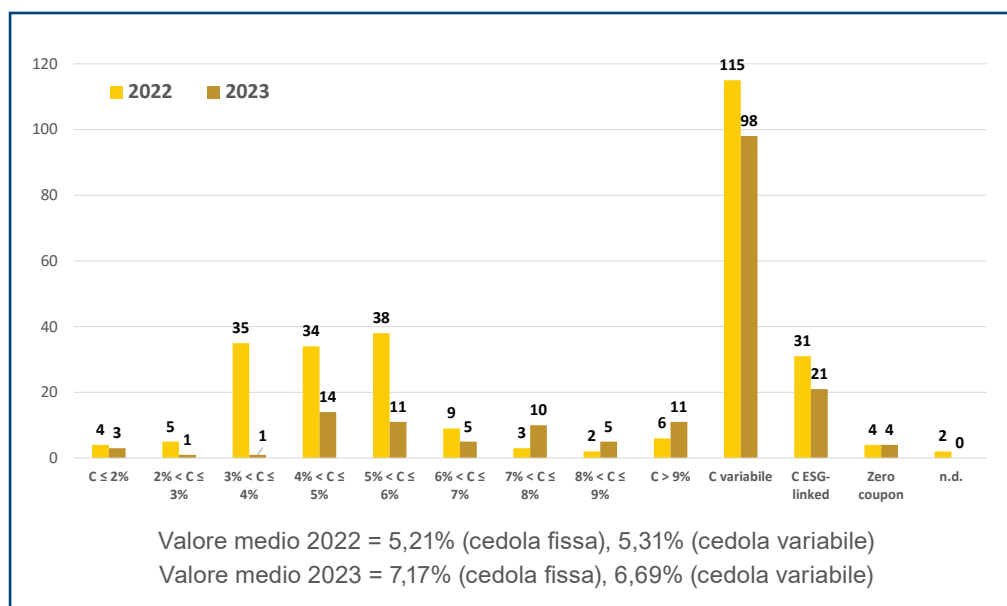
**Figura 3.10**

Distribuzione della cedola C dei *minibond* sotto € 50 milioni. Il valore del tasso variabile è calcolato usando i tassi Eurirs al momento dell'emissione. Campione: 1.679 emissioni

negli ultimi tempi, ma che ha già conquistato 70 emissioni (4,2% del campione intero), in particolare nell'ultimo quadriennio. Nel campione abbiamo pure 17 titoli *zero-coupon* (1,0%), senza cedole, per i quali la remunerazione è solo in funzione del disaggio di emissione, ovvero dello 'sconto' fra prezzo di collocamento e rimborso, o che prevedono possibili *upside* come meccanismi di convertibilità.

Il valore medio per tutto il campione dei titoli con cedola fissa è pari a 4,73%, mentre il valore mediano è molto vicino (4,70%). Utilizzando il tasso *swap* Eurirs abbiamo anche calcolato il costo del capitale equivalente per i *minibond* a tasso variabile, che risulta in media pari al 4,79%. In realtà considerare la media sul periodo decennale trascorso comincia ad essere poco significativo, visto l'alternarsi di annate con tassi di mercato molto bassi e di annate (quali il 2022 e 2023) con vistosi e rapidi rialzi.

L'importo della cedola dipende infatti da una pluralità di variabili: a parità di altri fattori, più lontana è la scadenza del titolo, maggiore sarà l'importo della cedola (il che rispecchia il premio di rendimento che in genere il mercato chiede per il lungo termine sulla struttura per scadenza dei tassi). Inoltre la cedola sarà proporzionale al possibile rischio di insolvenza dell'emittente: maggiore è il rischio percepito, maggiore sarà il premio di rendimento richiesto dagli investitori. Da questo punto di vista l'intervento di soggetti terzi come i Consorzi Fidi e il Fondo di Garanzia dello Stato potrà fornire una garanzia in caso di prima perdita e contribuire a ridurre il costo del capitale. Questo contribuisce

**Figura 3.11**

La cedola C dei *minibond*: confronto fra 2022 e 2023. Il valore del tasso variabile è calcolato usando i tassi Eurirs al momento dell'emissione.

a spiegare la ragione della presenza di ben 72 *minibond* con cedola inferiore o uguale al 2%. Infine, data la scarsa liquidità dei *minibond* sul mercato, la cedola comprenderà anche un premio di illiquidità, che ci aspettiamo essere maggiore quanto più piccolo è il controvalore dell'emissione e nel caso essa non sia quotata.

Sicuramente l'aumento dei tassi generato dalla politica monetaria restrittiva è stato uno dei temi 'forti' per il mondo dei *minibond* nel 2023, che certamente contribuisce a spiegare il rallentamento della raccolta. La Figura 3.11, alla pagina precedente, evidenzia una ulteriore crescita del valore medio della cedola fissa rispetto al 2022 (l'anno scorso era cresciuta di 120 *basis point*). Nel 2023 siamo arrivati in media al 7,17% (altri 196 *basis point* in più). Si rafforza anche la scelta di puntare sul tasso variabile: è stata fatta in 98 casi (53,2%). Sempre utilizzando il tasso Eurirs, è stato calcolato il tasso di interesse equivalente, che risulta in media nel 2023 pari a 6,69% (con un aumento di 138 *basis point* rispetto al 2022).

Ricordiamo che nel 2021 i *minibond* collocati a tasso variabile erano solo il 10,0%.

Il secondo elemento di interesse è l'arrivo di nuove emissioni (21, ovvero l'11,4% sul 2023) con cedola indicizzata alla *performance* ESG.

In definitiva i *minibond* a tasso fisso nel 2023 sono stati 'solo' il 33,1%, cui si sommano 4 titoli *zero-coupon*, tutti convertibili. Nel complesso, i *minibond* del 2023 collocati sotto la pari sono stati 3.

Il rating

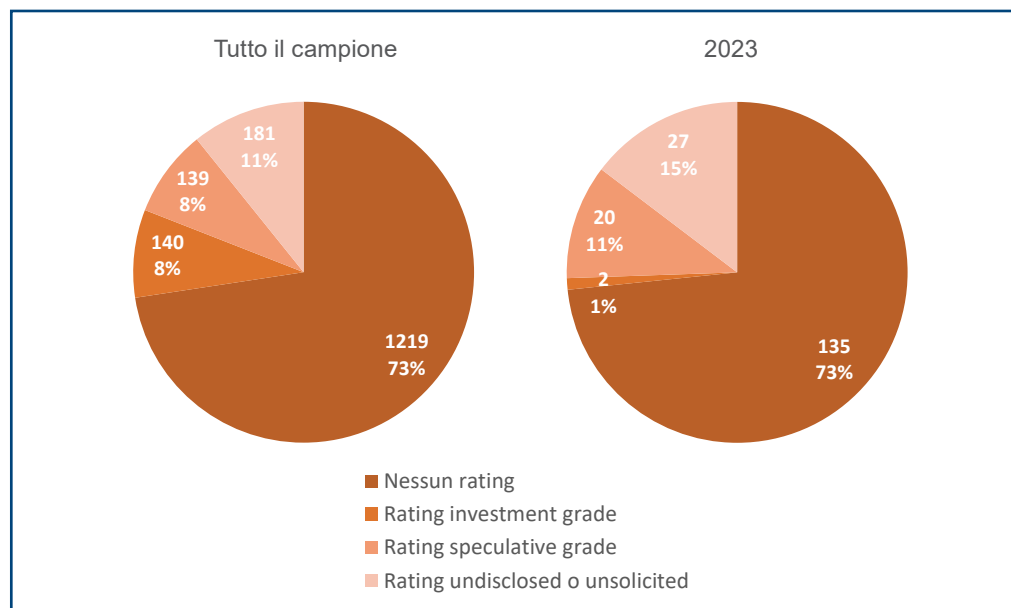
Il *rating* è certamente l'informazione principale che il mercato può avere circa il rischio di insolvenza dell'emittente. Si tratta infatti di un giudizio di merito emesso da una società autorizzata dagli enti di vigilanza rispetto alla capacità dell'emittente di ottemperare agli impegni previsti circa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

Ogni *rating agency* possiede una propria scala di valutazione¹, dove verrà 'posizionata' l'impresa emittente in funzione di indicatori relativi alla solidità patrimoniale, al grado di indebitamento, alla situazione di liquidità, alla capacità prospettica di generare cassa. L'emissione del *rating* non è obbligatoria. Diventa quindi interessante analizzare se i *minibond* abbiano fatto ricorso a questa opzione.

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

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

Figura 3.12
Presenza del *rating* sui *minibond* sotto € 50 milioni. Confronto fra il campione complessivo di 1.679 emissioni e il campione del 2023 (184 emissioni)



La Figura 3.12 evidenzia che nel campione totale il 73% delle emissioni non è accompagnato da un *rating* (1.219 casi). Abbiamo 140 emissioni (8%) associate a un *rating* ‘*investment grade*’ (ovvero con un giudizio pari almeno a BBB- nella scala utilizzata da Standard & Poor’s, o equivalente) e 139 (8%) con *rating* inferiore alla soglia indicata (‘*speculative grade*’). Infine abbiamo 181 emissioni (11%) associate ad un *rating undisclosed* o *unsolicited* e quindi non ‘pubblico’ richiesto in genere dall’investitore. La parte destra della Figura 3.12 evidenzia che nel 2023 solo 2 titoli hanno ottenuto una valutazione *investment grade* mentre abbiamo 20 strumenti (11%) con *rating high yield*, più 27 (15%) con valutazione *undisclosed* o *unsolicited*.

Attribuzione del <i>rating</i> :	Nessun <i>rating</i>	Sì (<i>investment grade</i>)	Sì (<i>speculative grade</i>)	Sì (<i>undisclosed</i> o <i>unsolicited</i>)
PMI	76,3%	5,9%	9,1%	8,7%
Grandi imprese	67,0%	12,1%	5,7%	15,2%
Società quotate in Borsa	75,6%	11,3%	3,3%	9,8%
Società non quotate in Borsa	72,7%	7,8%	8,3%	11,2%
Minibond con scadenza < 5 anni	86,5%	3,9%	4,9%	4,7%
Minibond con scadenza = o > 5 anni	68,5%	9,5%	8,9%	13,1%

Tabella 3.3

Statistiche sull’attribuzione del *rating*.
Campione: 1.679 emissioni di minibond sotto € 50 milioni

La Tabella 3.3 ci fa meglio capire quali tipologie di emissioni ricorrono più probabilmente al *rating*. Quello ‘pubblico’ è tipico delle emissioni fatte da grandi imprese, società quotate ed emissioni di lunga durata. Meno frequente è il ricorso a tale segnale per le emissioni a breve termine e per le PMI. L’ipotesi avanzata dal nostro Osservatorio già da tempo è che da una parte le PMI siano più sensibili nel ‘risparmiare’ rispetto a questo costo, rinunciando ai possibili benefici, dall’altra parte è lecito pensare che per una piccola impresa, che intende collocare un ammontare ridotto di *minibond*, vi sia la possibilità di un’interlocuzione ‘diretta’ con gli investitori interessati, i quali potranno valutare in prima persona la situazione patrimoniale-reddituale dell’emittente. Il *rating* ‘privato’ è più frequente per le grandi imprese. È interessante osservare che quando le società quotate chiedono il *rating*, è molto probabile che sia *investment grade*. Aggiungiamo poi che alcune volte il *rating* è una via obbligata, qualora le procedure o i regolamenti degli investitori, soprattutto fondi di investimento o soggetti pubblici, lo chiedano.

Opzioni, *covenant* e garanzie

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

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

Nel campione globale dei *minibond* sotto € 50 milioni esistono titoli che contengono una, entrambe, o nessuna delle opzioni. La Figura 3.13 evidenzia che una buona percentuale del campione prevede entrambe le opzioni (664 emissioni pari al 39%). Vi sono invece 336 titoli (pari al 20% del campione) che non prevedono alcuna opzione. I titoli solamente *puttable* sono 179 (l’11%) mentre quelli solo *callable* sono 487 (29%). Nel 2023 una parte significativa dei titoli prevedeva entrambe le opzioni (81 casi pari al 44%) mentre è cresciuta l’incidenza dei *minibond* senza opzioni (57, pari al 31%). Completano il quadro i titoli con sola opzione *call* (37, ovvero il 20%) e sola *put* (9, il 5%).

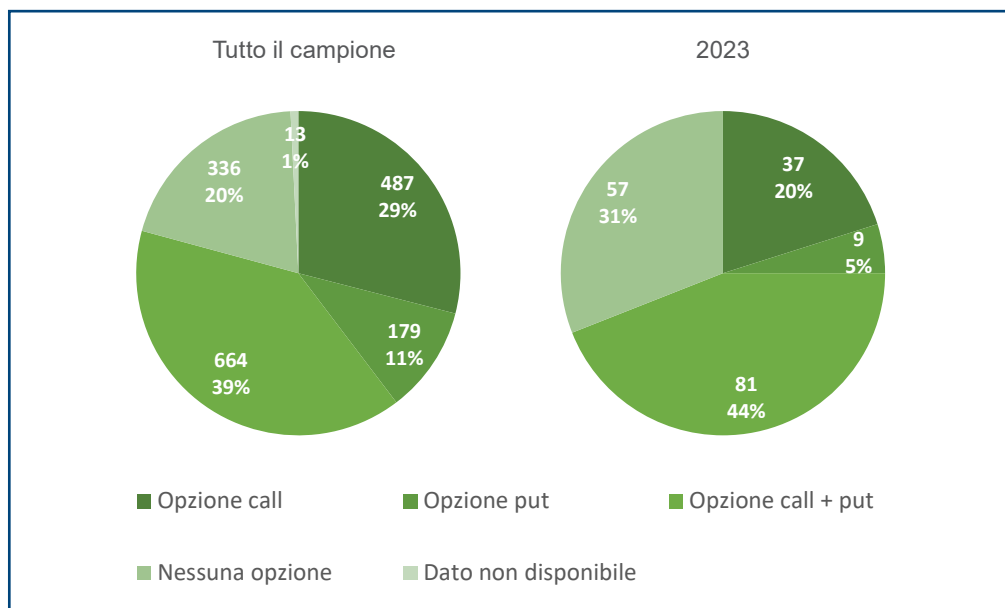


Mattia Ciprian
(*modefinance*)

“Le prime iniziative di *basket bond* regionale si stanno concludendo, e si cominciano a intravedere buoni risultati. Questi parlano chiaro: l’emissione di *minibond* è un volano di crescita per il fatturato dell’impresa, che a sua volta può portare a un miglioramento dello stato di salute della stessa, dal rafforzamento del merito creditizio alla quotazione. Il *rating* è una tappa fondamentale in questo processo”

Figura 3.13

Presenza di opzioni *call* e/o *put*. Confronto fra il campione complessivo di 1.679 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni e il campione del 2023 (184 emissioni)



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

La presenza della sola opzione *call* è più comune nelle emissioni a breve scadenza e per le PMI. La sola opzione *put*, senza sorprese, è invece relativamente più frequente per le emissioni a lunga scadenza ma anche per le grandi imprese. Le opzioni non sono previste con maggiore probabilità per le imprese quotate e sulle brevi scadenze.

Tabella 3.4

Statistiche sull'esistenza di opzioni *call* e *put*. Campione: 1.679 emissioni di *minibond*

Presenza di opzioni:	Nessuna	Call	Put	Call + put	n.d.
PMI	21,4%	29,2%	9,0%	40,3%	0,1%
Grandi imprese	18,2%	28,6%	13,6%	38,2%	1,4%
Società quotate in Borsa	29,7%	27,0%	7,3%	35,9%	0,1%
Società non quotate in Borsa	19,4%	29,2%	10,9%	39,8%	0,7%
Minibond con scadenza < a 5 anni	24,5%	29,4%	7,2%	37,1%	1,8%
Minibond con scadenza = o > 5 anni	18,8%	28,9%	11,8%	40,3%	0,2%

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

Nel campione delle 1.679 emissioni di *minibond*, la presenza di una garanzia compare con certezza in 946 casi, pari al 56,3% del totale. In genere si tratta di garanzie offerte da soggetti pubblici (come Stato o Regioni) o enti deputati a favorire l'accesso al credito delle PMI (come i Consorzi Fidi), ipoteche su beni, pegni sui titoli azionari dell'emittente o di una consociata, fideiussioni fornite da soggetti terzi, privilegi sul magazzino o sulle scorte (fra cui anche bottiglie di vino e formaggi!). Particolare attenzione va prestata al Fondo di Garanzia statale gestito da Mediocredito Centrale (MCC), poiché - come specificato nel Box 3.1 a pagina 48 - la garanzia viene richiesta dall'investitore, quindi non è ottenuta dall'emittente, il quale può solo verificare l'eleggibilità preliminare.

Nelle emissioni del 2023 (si veda la Figura 3.14 dove confrontiamo gli ultimi due anni) si notano alcune cose interessanti. In generale sono aumentate le emissioni senza garanzia, con la fine delle misure emergenziali legate alla pandemia Covid. Nel 2023 il 26% dei *minibond* era *unsecured*, mentre nel 2022 la percentuale era il 20%. La garanzia MCC è stata applicata meno frequentemente (la prevedeva il 18% del campione contro il 25% dell'anno prima) ma sono tornate alla ribalta le garanzie regionali, con le nuove

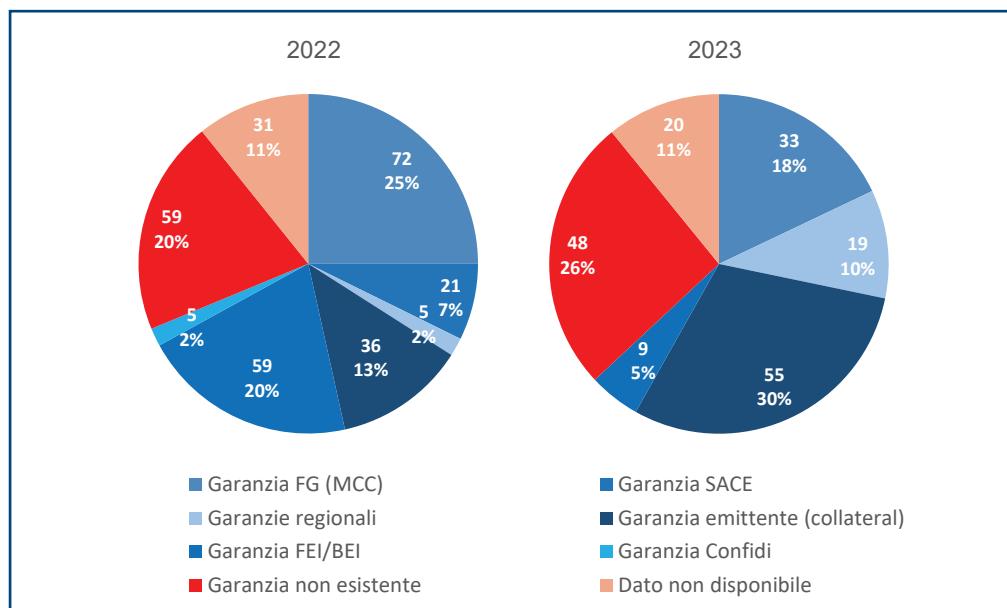


Figura 3.14

Presenza di garanzie relative al rimborso dei minibond.

Confronto fra il 2022 (288 emissioni) e il 2023 (184 emissioni)

emissioni dei programmi *basket bond* in Puglia e Campania. Le prevedeva il 10% delle emissioni. Molte emittenti hanno offerto autonomamente delle coperture (nel 30% dei casi, in significativo aumento rispetto al 2022). In 9 casi era prevista la garanzia da parte del gruppo BEI/FEI (Banca Europea per gli Investimenti e Fondo Europeo per gli Investimenti).

Infine trattiamo il tema degli eventuali *covenant* finanziari offerti dalla società emittente al momento dell'emissione. Una delle problematiche che gli investitori in *minibond* devono affrontare, oltre all'elevato rischio intrinseco del *business* in cui investono, è il pericolo di comportamento opportunistico e di conflitti di interesse. In generale è interesse di chi investe in *minibond* monitorare costantemente la situazione finanziaria e patrimoniale dell'impresa, per evitare che il rischio di insolvenza peggiori, con un'inevitabile conseguenza negativa sul valore del titolo mobiliare in portafoglio.

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

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

La Figura 3.15 a pagina 49 mostra che il vincolo dei *covenant* finanziari è frequente: compare infatti in 798 casi (pari al 47% del campione). La presenza dei *covenant* è meno frequente nel 2023 rispetto al passato, ma è tornata a crescere dal 2022 come si osserva dai dati degli ultimi 12 mesi (grafico a destra nella Figura 3.15; siamo al 43% contro il 37% del 2022). Si può immaginare che la riduzione della disponibilità di garanzie pubbliche abbia incentivato la ricomparsa dei *covenant* espliciti. Essa è relativamente più frequente nelle emissioni con scadenza nel lungo termine. Coerentemente con le ipotesi avanzate nei Report precedenti, si può pensare che per collocamenti di più piccola dimensione il ricorso ai *covenant* finanziari sia preferito rispetto alle garanzie offerte dall'azienda stessa, per il minore costo di incidenza, così come nel lungo termine si può immaginare che la necessità per i creditori di tutelarsi sia più rivelante.



Domitilla de Nucci
(Loan Agency Services)

“Nel 2023 abbiamo assistito, da un lato, ad una maggiore strutturazione dei minibond che sono sempre più complessi (PIK, UP TO, multi-tranche, POC ecc.) e, dall'altro, ad un incremento delle richieste di waiver (covenant finanziari, moratorie), che implicano maggiori attività di gestione e la necessità di dotarsi di strumenti di monitoraggio adeguati”

Box 3.1

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



Jacopo Traversa
(SACE)

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

La gestione del FG è affidata ad un raggruppamento temporaneo di imprese, che vede come soggetto mandatario Mediocredito Centrale e come mandanti Banca MPS, Intesa Sanpaolo, UniCredit, BFF Bank e Artigiancassa.

Il FG può erogare garanzie dirette a banche e intermediari finanziari, oppure contro-garantire quelle erogate dai Confidi sul territorio. Per accedere al beneficio le imprese devono dunque rivolgersi direttamente agli intermediari di loro fiducia. Come evidenziato nel Box 1.3 a pagina 18, il FG interviene anche sui *minibond* (in questo caso la garanzia deve essere richiesta dall'investitore). Fino al dicembre 2023 compreso, limitando l'attenzione ai soli *minibond* (secondo la definizione del D.L. 83/2012) e alle cambiali finanziarie, ben 262 richieste di garanzie dirette sono state approvate dal fondo (più 2 contro-garanzie verso Consorzi Fidi), per un importo coperto pari a oltre € 242 milioni (su un controvalore delle emissioni di circa € 343 milioni). Le imprese beneficiarie sono state 178.

Il contributo degli ultimi 12 mesi è stato di 31 nuove richieste, con un importo garantito di circa € 32 milioni. Le PMI interessate sono state 26. Inoltre, sempre nel 2023 il FG ha garantito altri 4 titoli di debito, non classificabili come *minibond*, per un totale di € 1,4 milioni.

Infine, come evidenziato nel Capitolo 1, nel 2023 il FG ha cominciato a intervenire sui *basket bond*, garantendo portafogli di obbligazioni emessi da imprese ubicate sull'intero territorio nazionale, replicando su scala maggiore le misure regionali. Al momento, sono in fase di costruzione (*ramp-up*) due progetti di *basket bond* garantiti.

SACE sostiene da tempo le imprese italiane nei loro processi di internazionalizzazione. A partire dal 2019 SACE ha avviato una serie di *partnership* con le principali banche e istituzioni finanziarie attive nella sottoscrizione di emissioni obbligazionarie per favorire l'erogazione di credito a supporto dei processi di internazionalizzazione di imprese italiane (ad esempio l'Export Basket Bond Programme). Tra il 2020 ed il 2022 SACE, tramite il programma di garanzia esteso anche ai *minibond*, ha garantito 38 crediti per un totale di € 154,25 milioni, di cui 11 a favore di PMI per un valore di € 28,35 milioni. Nel 2023, le garanzie di SACE su questa forma tecnica si sono arretrate risentendo del generale rallentamento del mercato del credito (incluso quello dei *minibond*) a seguito di un aumento del costo del denaro. Inoltre, la mancata attivazione della modalità tecnica dei *minibond* per la garanzia "SupportItalia", destinata alle aziende colpite dalla crisi derivante dal conflitto tra Russia e Ucraina, ha contribuito significativamente al marcato rallentamento dell'attività di SACE in tale segmento.

Nonostante il contesto e le sfide del 2023, SACE si conferma un attore chiave nel sostegno del mercato dei *minibond* in Italia. La nuova garanzia Archimede, attiva dai primi mesi del 2024, infatti, rappresenta un'importante opportunità per le imprese che desiderano accedere a questa forma tecnica, rafforzando ulteriormente il ruolo di SACE come *partner* strategico per lo sviluppo del sistema economico italiano.

Le motivazioni del collocamento

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

In particolare sono state identificate cinque motivazioni principali:

1. il finanziamento della crescita 'interna', ovvero la raccolta di capitale per sostenere gli investimenti in ricerca e sviluppo, in nuovi prodotti o l'apertura in nuovi mercati;
2. il finanziamento della crescita 'esterna', attraverso eventuali acquisizioni;
3. la ristrutturazione del passivo dell'impresa, ovvero la rimodulazione del *mix* di finanziamento da terzi; in tal caso la liquidità raccolta servirà per rimborsare debiti in scadenza, ad esempio di natura bancaria;
4. il finanziamento del ciclo di cassa operativo; in tal caso il *minibond* soddisfa l'esigenza di breve termine di assicurare l'equilibrio fra incassi dei crediti e pagamento dei debiti;

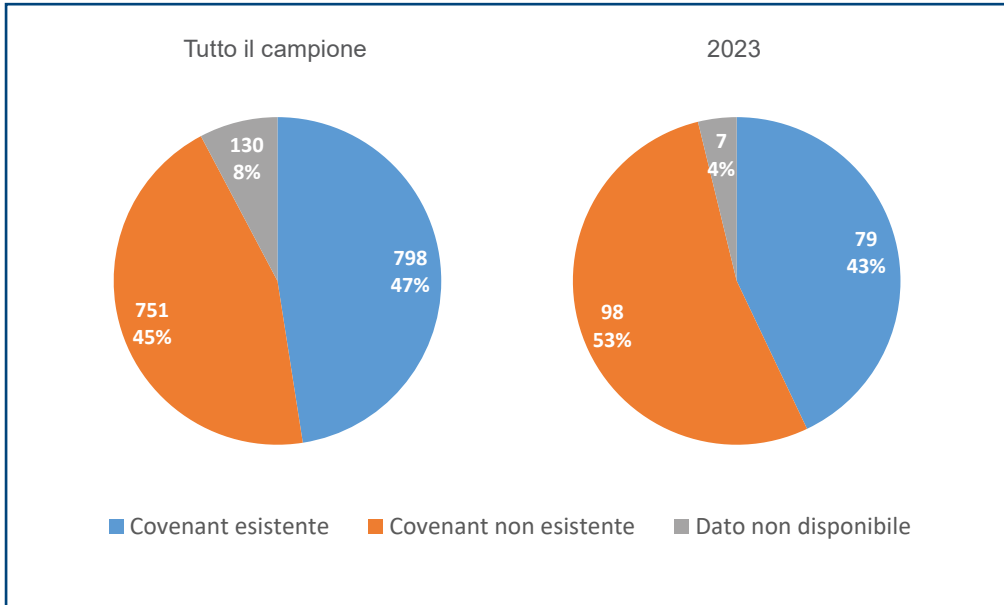


Figura 3.15
 Presenza di *covenant* finanziari da rispettare. Confronto fra il campione complessivo di 1.679 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni e il campione del 2023 (184 emissioni)

5. il miglioramento della *performance* ESG di sostenibilità; si tratta di un tema arrivato sulla scena negli ultimi anni; in tal caso il denaro raccolto è utilizzato per finanziare progetti con un impatto in termini sociali o ambientali (ad esempio, efficientamento energetico, riduzione dei rifiuti prodotti, riduzione delle emissioni di gas serra con energia rinnovabile, progetti di *welfare* o di edilizia sociale).

La Figura 3.16 suddivide il campione totale delle emissioni in funzione della motivazione principale dichiarata. Si nota che la determinante principale è sempre il finanziamento della crescita interna, che riguarda il 50,9% delle emissioni (855 casi); segue l’obiettivo della ristrutturazione finanziaria del passivo (141 casi, 8,4% in aumento). Al terzo posto salgono gli obiettivi di impatto su metriche ESG (106 emissioni, 6,3%). Abbiamo poi la volontà di supportare l’equilibrio del capitale circolante (81 casi, 4,8% in diminuzione) superato dal finanziamento di future acquisizioni esterne con 88 emissioni (5,2% in crescita). In 129 casi (7,7%) erano dichiarati obiettivi multipli, non riconducibili prevalentemente ad una delle altre voci.

Focus: i *minibond* ESG

La crescente attenzione del mercato finanziario verso la sostenibilità e i temi ESG (Environmental, Social, Governance) ha alimentato anche nel 2023 le emissioni di titoli

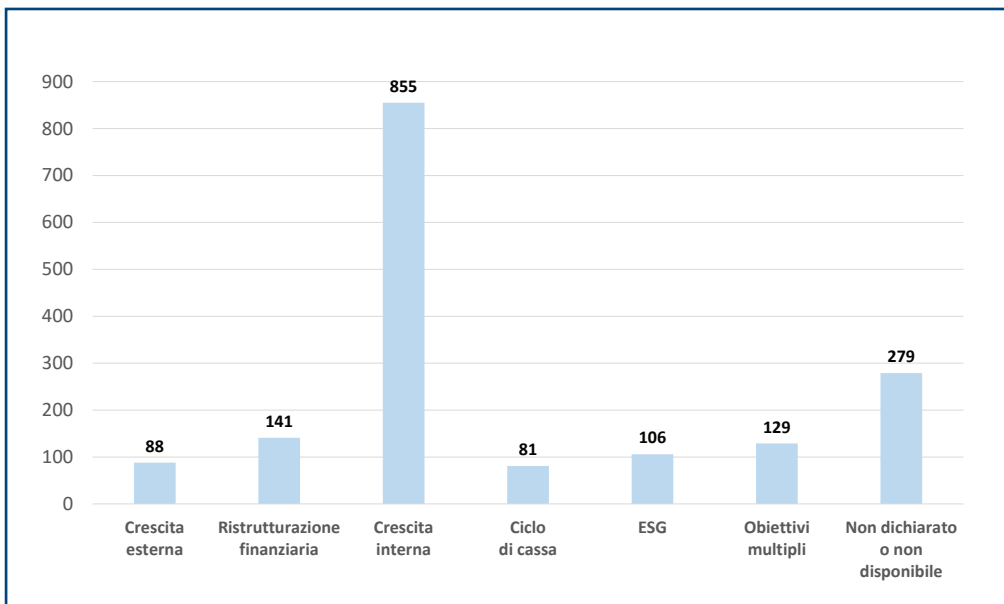


Figura 3.16
 Finalità dichiarate dell'emissione di *minibond* fino a € 50 milioni. Campione: 1.679 emissioni

Box 3.2

Casi di studio di emittenti di *minibond* ESG



Carlo Balucani
(A.R.S. Tech Srl)



Stefano Civettini
(C.R.S. Impianti Srl)



Riccardo Rizzi
(Dedem SpA)



Alessandro Battaglia
(Ledoga Srl)



Cristina Dicaldo
(Tregenplast Srl)

A.R.S. Tech Srl

Parliamo di un'azienda specializzata nella produzione di componenti strutturali in fibra di carbonio, fornitore di riferimento per il *top* del *motorsport* e delle auto stradali ad altissime prestazioni. L'impianto produttivo ha sede a Controguerra (TE); grazie alla costante attività di R&D è un centro di eccellenza mondiale. Nel corso del 2023 la società ha emesso un *minibond green* da € 10 milioni a supporto dello sviluppo del piano industriale con specifico *focus* su efficientamento energetico ed economia circolare. Per la suddetta emissione Riello Investimenti Partner SGR ha agito da *anchor investor*, sottoscrivendo € 7 milioni, con Banca Sella e Sella SGR che hanno sottoscritto la parte rimanente.

C.R.S. Impianti Srl

Fondata nel 1990 da Stefano Civettini, la bergamasca C.R.S. Impianti è specializzata nella progettazione, realizzazione e manutenzione di impianti per i settori ospedaliero, industriale ed farmaceutico. Nel luglio 2023 ha perfezionato l'emissione di un *minibond sustainability-linked* quinquennale da € 3 milioni interamente sottoscritto da UniCredit. Si tratta del primo 'Bond Missione Salute', un nuovo prodotto volto a facilitare l'accesso al credito alle imprese operanti nel comparto salute. La cedola è legata al *rating* ESG certificato da Cerved Rating Agency. Il prestito, assistito dalla copertura del Fondo di Garanzia, sosterrà i costi di posa in opera e montaggio di apparecchiature medicali specialistiche presso una serie di ospedali italiani, acquistate attraverso i bandi del PNRR nel settore della sanità.

Dedem SpA

Il Gruppo Dedem, che ha mosso i suoi primi passi a Roma nel 1962 attraverso la produzione e gestione di cabine *vending machine* di fototessere, si è esteso anche ad altri settori, tra cui la realizzazione di spazi divertimento per i bambini all'interno di centri commerciali. Le quattro *business unit* in Italia e Spagna contribuiscono ad un fatturato che nel 2022 si attesta su € 87 milioni. Nella seconda metà del 2023 il gruppo ha emesso un *minibond* per un valore di € 5 milioni al fine di supportare il piano di crescita, che prevede in futuro la quotazione sul listino azionario. I titoli sono stati sottoscritti dal fondo di *private debt* Impresa Italia II di Riello Investimenti Partners SGR, mentre Urania Corporate Finance ha agito da *advisor* finanziario. La cedola è pari all'Euribor a tre mesi maggiorato del 5,5%. La peculiarità è l'impegno ad individuare *ex-post* - a valle della pubblicazione del bilancio di sostenibilità 2023 - dei KPI ESG su cui costruire dei *target* di *performance* il cui raggiungimento potrà ridurre la cedola di 10 *basis point*. I ruoli di *arranger*, collocatore dei *minibond* e banca agente sono stati ricoperti da Banca Monte dei Paschi di Siena.

Ledoga Srl

Nata nel 1868, l'azienda cuneese Ledoga Srl è la principale produttrice a livello italiano di estratti di castagno, con un *market share* del 60%, utilizzati principalmente nella realizzazione di soles per calzature di alta qualità. La società appartiene al gruppo Silvateam, per il quale si occupa anche delle operazioni di trasformazione del legno di castagno esausto in *pellet* naturale da riscaldamento. Nel 2023, nell'ambito dell'iniziativa Basket Bond ESG, promossa da UniCredit e Cassa Depositi e Prestiti, Ledoga ha emesso un *minibond sustainability-linked* dell'importo di € 15 milioni al fine di incrementare la capacità produttiva, con l'installazione di un impianto fotovoltaico. La cedola, variabile e ancorata all'Euribor a 3 mesi, prevede una remunerazione addizionale dello 0,10% nel caso in cui l'obiettivo in termini di *score* ESG non venga raggiunto.

Tregenplast Srl

Si tratta di un'azienda brianzola *leader* nel settore del recupero ecologico, trasporto, lavorazione e gestione della plastica riciclata, nonché del conseguente stoccaggio. Dopo una prima cernita, il materiale viene inizialmente lavato per poi essere ritrasformato in granuli di plastica pronti per un nuovo utilizzo. Nella seconda parte del 2023, Tregenplast ha perfezionato l'emissione di un *minibond sustainability-linked* da € 4 milioni sottoscritto interamente da UniCredit. Il prestito obbligazionario quinquennale beneficia della copertura da parte del Fondo di Garanzia. L'obiettivo è quello di finanziare la costruzione di un nuovo impianto di selezione dei rifiuti, caratterizzato da una completa automazione e dotato di avanzate tecnologie di lettura ottica, nonché dell'opportunità di reintrodurre nel ciclo di lavorazione materiali che attualmente sono destinati alla discarica. La cedola è a tasso variabile ancorato all'Euribor a 3 mesi, maggiorato di uno *spread* variabile a seconda del raggiungimento o meno degli obiettivi ESG concordati.

obbligazionari come *green bond*, *social bond* e *sustainability-linked bond* che si pongono obiettivi di generare un impatto positivo in termini di sostenibilità.

Secondo BloombergNEF, dopo un picco di emissioni nel 2021, a livello mondiale nel 2022 i *bond* sostenibili hanno raccolto risorse per \$ 865 miliardi accelerando il ritmo nel 2023 con un flusso di \$ 939 miliardi. La parte del leone nelle emissioni è appannaggio di Stati sovrani, enti sovranazionali e grandi *utility*, ma - come dimostra questo Report - anche fra le PMI si diffonde il ricorso a strumenti di finanziamento ESG.

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

Oltre ai *green bond*, esistono i *social bond* (che finanziano progetti a impatto sociale), i *sustainability bond* (che finanziano progetti con un impatto generale su temi di sostenibilità) e i *sustainability-linked bond*. Questi ultimi prevedono meccanismi per 'agganciare' il rendimento del titolo, e quindi il costo del capitale per l'emittente, ai risultati di impatto del progetto finanziato premiando l'emittente con uno 'sconto' sul tasso di interesse in caso di raggiungimento di un obiettivo prefissato. In questo caso i proventi dell'emissione possono però essere utilizzati per ogni generico investimento aziendale.

Ma che garanzia hanno gli investitori in un *bond ESG* che effettivamente i proventi raccolti vengano poi destinati al progetto previsto, evitando fenomeni di *greenwashing*? Sul mercato esistono delle buone pratiche e dei codici volontari, cui si può fare riferimento, con ad esempio i principi ICMA (International Capital Market Association) specifici per ogni tipologia di *bond* sopra citata. In generale si richiede che venga formalizzato il processo di selezione degli investimenti, attraverso metriche chiare e pertinenti, che ci sia un meccanismo di segregazione dei proventi dall'emissione obbligazionaria (in modo da evitare che vadano a finanziare altri progetti non *green*), che venga implementata una rendicontazione periodica trasparente dell'impatto ottenuto dal progetto, magari 'certificata' anche da un soggetto indipendente esterno (ovvero una '*second party opinion*' o una certificazione riconosciuta o un *audit* emesso da una società qualificata). Un altro *standard* disponibile, specifico per i *bond* che mirano all'obiettivo di riduzione delle emissioni di gas serra, è quello di Climate Bond Initiative (CBI).



Alessandro Mallo
(UniCredit)

"Il primo Basket Bond ESG nasce dalla consapevolezza delle imprese dell'importanza di orientarsi verso modelli di business sostenibili e di misurare le proprie performance di natura ambientale, sociale e di governance. Si registra un crescente interesse verso l'angolo della sostenibilità da parte delle PMI come testimoniato dal flusso delle emissioni nel 2023"

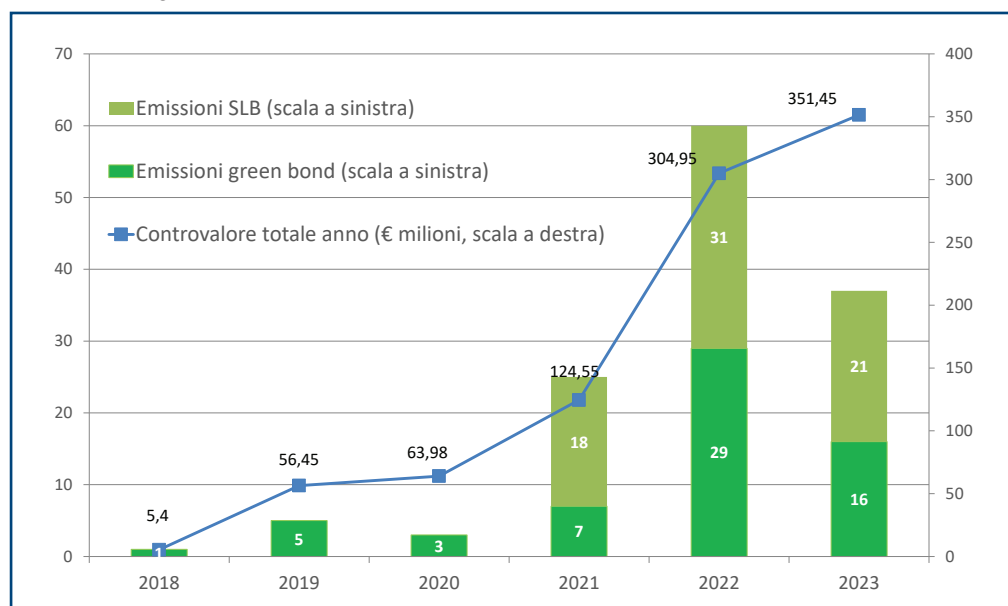


Figura 3.17

Il flusso di minibond green e sustainability-linked (SLB) sul mercato italiano (emissioni sotto € 50 milioni): numero e controvalore annuale in € milioni

Box 3.3

Il mercato potenziale per i *minibond green*

(a cura di Cerved Rating Agency)



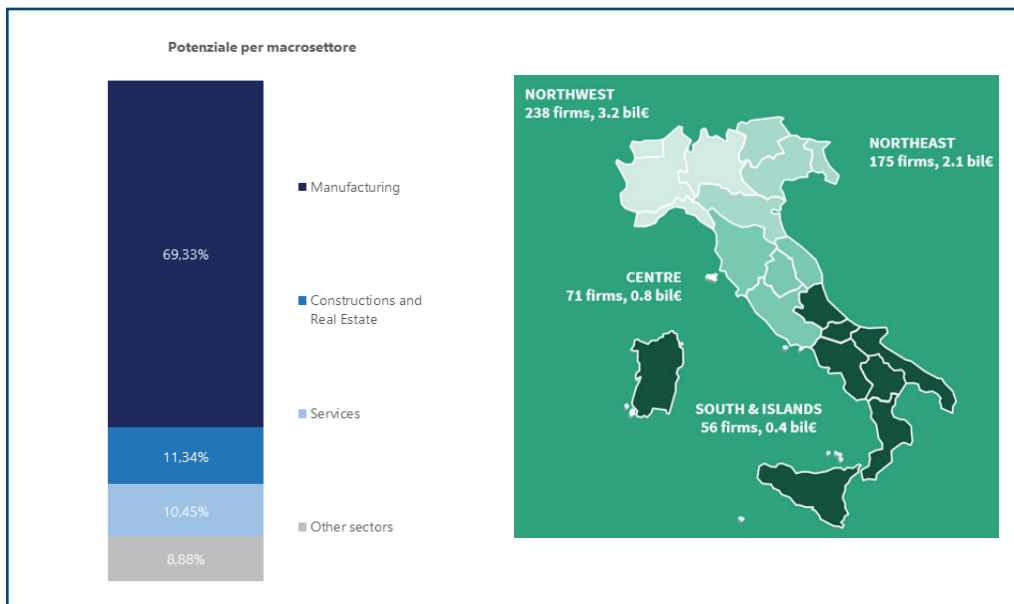
Fabrizio Negri
(Cerved Rating Agency)

“Il potenziale del mercato *minibond* in Italia si conferma anche quest’anno di notevole interesse. Anche in un contesto macroeconomico e geopolitico molto sfidante, sono oltre 1.100 le imprese italiane che potrebbero ricorrere all’emissione di *minibond* senza compromettere la propria stabilità finanziaria. La nostra attenzione si è soffermata su un sottoinsieme di imprese operanti nei settori interessati dalla Tassonomia UE, che potrebbero originare oltre € 6,6 miliardi di possibile nuova finanza *green*”

Continua ad esserci un notevole potenziale per i collocamenti di obbligazioni emesse da PMI italiane, secondo Cerved Rating Agency. In un mercato della raccolta dominato dall’offerta bancaria, i *minibond* sono in grado di offrire alle PMI uno strumento di finanziamento aggiuntivo/alternativo e agli *stakeholder* un’interessante scelta di investimento verso le imprese private. Nella sua revisione annuale del mercato, l’agenzia ha selezionato le società non finanziarie italiane con ricavi compresi tra € 5 milioni e € 500 milioni e con rating Investment Grade emesso da Cerved Rating Agency. Il passo successivo è stato l’applicazione di criteri finanziari stringenti, basati sull’analisi di *benchmark* e sul *know-how* degli analisti, volti a identificare diverse società con solidi profili finanziari che potessero garantire un’emissione di *minibond* senza pregiudicare il proprio equilibrio economico-finanziario. Gli indici considerati sono il tasso di crescita del fatturato, l’EBITDA *margin* medio negli ultimi 3 anni, l’EBIT *interest coverage*, il rapporto Posizione Finanziaria Netta / Patrimonio netto e il rapporto Posizione Finanziaria Netta / EBITDA. Applicando i filtri al campione iniziale risulta una rosa di 1.133 aziende, il 75% delle quali localizzate nel Nord Italia. Ipotizzando un importo di emissione pari all’ultimo EBITDA disponibile per ciascuna società ammissibile e introducendo un limite massimo pari a € 50 milioni per singola emissione, il potenziale totale dei *minibond* è stato stimato in € 15,2 miliardi. Inoltre, al fine di stimare il mercato potenziale dei *minibond green*, l’agenzia ha applicato uno *screening* ESG, basato sul settore aziendale. Più specificamente in questo contesto, l’attenzione si è spostata su quelle società che potrebbero essere interessate dalla tassonomia UE in quanto operanti in settori *transitional* ed *enabling*. Le attività di queste imprese possono contribuire in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici riducendo le emissioni di gas a effetto serra o migliorandone l’assorbimento (precedenti rapporti TEG etichettavano queste attività come “*greening of*”) e potrebbero essere soggette a significative esigenze di investimento per soddisfare i requisiti minimi di *performance* ambientale in linea con le evoluzioni tecnologiche attese. È stato quindi selezionato il sottoinsieme *green* di aziende di Cerved Rating Agency comprendente i seguenti settori: costruzioni, agricoltura, trasporti, gestione delle acque e smaltimento dei rifiuti, ICT, tessile, *real estate*, *energy*, *automotive*, *equipment*, chimica, gomma e plastica, metallurgia e manifattura per i soli codici ATECO relativi alle attività connesse alla *circular economy*. Applicando questi filtri aggiuntivi, si ottiene un sottoinsieme di 540 società potenzialmente idonee per l’emissione di *minibond green*. Ipotizzando un importo di emissione pari all’ultimo EBITDA disponibile per ciascuna società *target* e prevedendone un limite massimo di € 50 milioni, il potenziale totale di raccolta è stato stimato in € 6,6 miliardi. La ricerca ha individuato nel Nord-ovest 238 imprese con un potenziale di emissione di € 3,2 miliardi, nel Nord-est 175 aziende con € 2,1 miliardi, al Centro 71 emittenti con € 0,8 miliardi, al Sud 56 imprese con € 0,4 miliardi. Si tratta di imprese per la maggior parte contraddistinte da un fatturato fra i 50 e i 500 milioni di euro (75,7%) ma appare comunque rilevante il potenziale delle piccole imprese ovvero con un fatturato che oscilla fra i 5 e i 50 milioni di euro (24,3%). Per quanto riguarda i macrosettori di provenienza delle imprese *target*, emerge una concentrazione preponderante nelle attività manifatturiere (69,3%) legate alla transizione sostenibile, seguite da un 11,3% operanti nel settore delle costruzioni e dell’immobiliare *green*.

Figura 3.18

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



Per evitare fenomeni di *greenwashing*, l'Unione Europea ha approvato la proposta del Green Bond Standard europeo (Regolamento 2023/2631, EuGb) che le imprese possono adottare, in linea con le regole della Tassonomia UE (che definisce i requisiti minimi affinché un progetto o un'attività economica possa essere definita 'sostenibile').

Con lo stesso obiettivo, nel dicembre 2023 il Consiglio UE ha raggiunto un accordo per arrivare alla regolamentazione dei *rating* ESG, attribuiti dagli analisti di mercato alle imprese emittenti. Numerosi studi mostrano che le valutazioni tendono spesso a divergere, basandosi su metodologie diverse e valutazioni soggettive. Ciò crea confusione fra gli investitori, a maggior ragione nel caso delle PMI che non sono tenute a pubblicare rendiconti di sostenibilità. Una regolamentazione in questo ambito potrebbe avere effetti positivi anche sul mercato delle emissioni obbligazionarie.

Come evidenziato nel Capitolo 1, Borsa Italiana ha lanciato nel 2017 un segmento di visibilità, trasversale a tutte le piattaforme obbligazionarie gestite, dedicato ai *green bond* e agli altri strumenti 'sostenibili'. È naturale che il *boom* dei *green bond* abbia cominciato a interessare anche il mercato italiano dei *minibond*.

Anche per il 2023 abbiamo quindi individuato i casi in cui il progetto finanziato è caratterizzato da un impatto dichiarato, primario e significativo utilizzando i 6 pilastri della Tassonomia UE (Regolamento 2020/852), ovvero: (i) mitigazione del cambiamento climatico, (ii) adattamento al cambiamento climatico, (iii) uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e marine, (iv) transizione verso l'economia circolare, con riferimento anche a riduzione e riciclo dei rifiuti, (v) prevenzione e controllo dell'inquinamento, (vi) protezione della biodiversità e della salute degli eco-sistemi.

Il risultato della ricerca è evidenziato nella Figura 3.17, che distingue anche per tipologia di strumento. Inesistenti fino al 2017, dal 2018 i *minibond green* hanno cominciato a muovere i primi passi. L'anno di svolta è stato il 2021, con 7 emissioni che si sommano a 18 *sustainability-linked minibond*. Nel 2022 abbiamo ben 60 collocamenti suddivisi fra 29 *green bond* e 31 indicizzati a parametri ESG; la raccolta totale è stata di € 304,95 milioni. Nel 2023 abbiamo registrato un calo delle emissioni ESG, in linea con il *trend* generale, ma la raccolta è aumentata, con tagli maggiori dei collocamenti. Con 16 *minibond green* e 21 titoli *sustainability-linked* sono stati raccolti € 351,45 milioni, ovvero il 32% dell'intero flusso annuale del mercato dei *minibond*. Un contributo molto rilevante è stato dato dal basket bond ESG finanziato da UniCredit e CDP.

È molto probabile che nei prossimi mesi ci sia una ulteriore crescita delle emissioni di *minibond* ESG. Diversi fondi di credito sono accreditati sotto l'Articolo 8 del Regolamento UE SFDR, ovvero come fondi che integrano nel processo di investimento, fra l'altro, valutazioni legate alla sostenibilità. Le banche, seguendo le indicazioni della European Banking Authority (EBA), stanno incorporando i temi ESG nelle valutazioni del merito creditizio e nei requisiti prudenziali e quindi sono incentivate ad allocare risorse in progetti e fondi che mirano a un impatto ESG positivo in particolare sulle tematiche ambientali.

A pagina 50 il Box 3.2 riporta alcuni casi di studio su imprese emittenti di *minibond* ESG incluse nel nostro campione. Nella pagina a fianco invece riportiamo i risultati aggiornati di una ricerca volta a determinare il potenziale di emissione in Italia di *minibond green*.



4. Gli attori della filiera

In questo capitolo analizziamo come nel 2023 si è evoluta la filiera degli attori presenti sul mercato dei *minibond*.

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

I consulenti finanziari: gli *advisor*

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

Il primo passo sarà una valutazione costi-benefici, riferita all'operazione, anche in comparazione con altre possibili fonti di finanziamento e tenendo presente le esigenze dell'impresa. In questa fase sarà opportuno redigere un *business plan*, che chiarirà gli obiettivi di investimento futuri. Importantissima sarà la verifica, attraverso la costruzione di un rendiconto finanziario prospettico, della sostenibilità finanziaria dell'operazione, confrontando i flussi di cassa a servizio del prestito (sia per il pagamento delle cedole, sia per il rimborso del capitale) con i *cash flow* operativi previsti dal *business plan*.

L'*advisor* supporterà l'impresa anche nella progettazione della struttura necessaria per raccogliere, elaborare e trasmettere le informazioni richieste dagli investitori, dotandosi di un adeguato sistema di controllo interno.

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

La tempistica dell'operazione di emissione è variabile da caso a caso, ma sulla base dell'esperienza maturata finora si può affermare che un periodo di 2-6 mesi è nella norma.

Tendenzialmente i consulenti esistenti sul mercato sono molti (e lavorano individualmente o in associazione); le loro *fee* di norma sono ripartite in una componente fissa (*retainer*) e una *success fee* nel caso il collocamento venga deliberato dall'impresa. Quelli più attivi sul mercato (escludendo quelli che svolgono anche funzione di *arranger*) sono stati nell'ultimo biennio: ADB Corporate Advisory, AD Capital Consulting, A.M.U.



Enrico Pagano
(ADB
Corporate Advisory)

“Nel 2023 i piani di crescita delle PMI italiane sono stati messi a dura prova dall'incertezza dovuta all'aumento dei tassi e all'evoluzione del sistema di incentivi e garanzie; vi sono tuttavia sempre più aziende che nella propria strategia di sviluppo mettono in primo piano principi e obiettivi ispirati alla transizione sostenibile. Il passaggio è epocale per le nostre PMI ed il ruolo degli Advisor risulterà cruciale nell'aiutarle a progettare e realizzare i loro piani di crescita, anche con l'ausilio di strumenti finanziari innovativi come i minibond”



Marina Balzano
(Orrick)

“Il compito dell’advisor legale non è solo quello di agevolare il rispetto delle tempistiche richieste per l’emissione ma anche quello di ben comprendere e saper coniugare (e documentare) le effettive necessità operative dei singoli emittenti con le necessità di tutela del credito degli investitori, evitando così di inutilmente ingessare l’attività caratteristica e lo sviluppo aziendale”

Investments SIM, Cosvim Advice, EnVent Capital Markets, Fiordiliso & Associati, Italfinance, La Compagnia Holding, Mediterranean Phoenix, My Draco, Ribolla Fusi e Associati, Sirecapital, Studio Cavalitto-Brocchio, Trim Corporate Finance, Urania Corporate Finance.

I consulenti legali

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

Gli studi legali possono inoltre agire su mandato dell’investitore, interessato ad una *due diligence* legale per verificare la situazione dell’impresa emittente.

Anche in questo caso, senza pretesa di essere esaustivi, i *player* più attivi nell’ultimo biennio sono stati: Orrick, Advant NCTM, Ashurst, BLM Studio Legale, BSVA, Chiomenti, Dentons Europe, DLA Piper, DWF, Gianni & Origoni, Grimaldi Alliance, Hogan Lovells, Latham & Watkins, Legance Avvocati Associati, LX20 Law Firm, Nassini & Associati, R&P Legal, Simmons & Simmons, Studio Gatti Pavesi Bianchi Ludovici, Studio Legale Cappelli RCCD, White & Case.

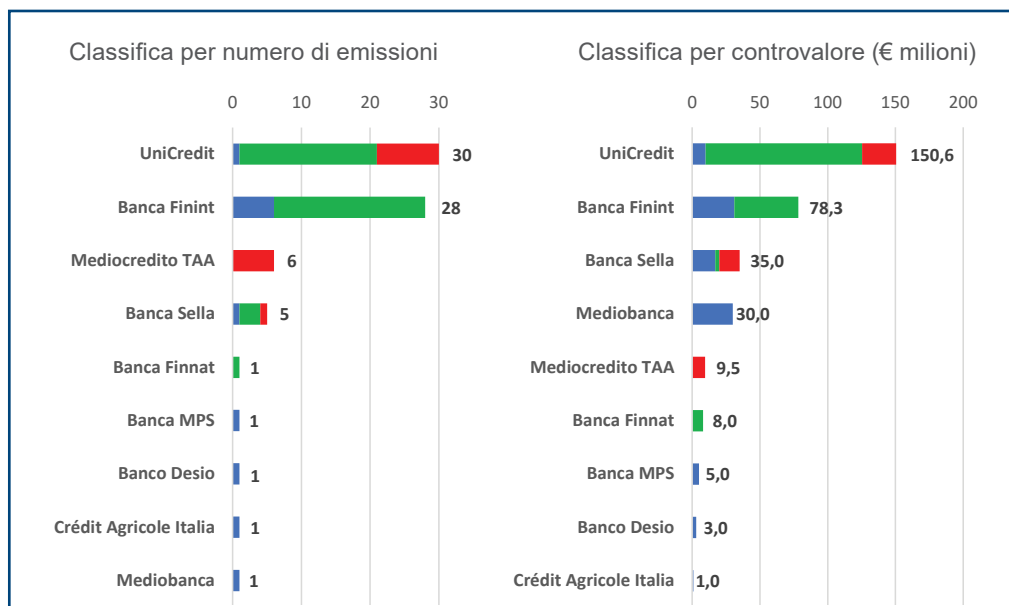
Gli arranger

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

La Figura 4.1 descrive le quote di mercato nel 2023 per gli *arranger* bancari, sia per numero di operazioni, sia per controvalore complessivo. In rosso è evidenziato il contributo che deriva dai *minibond ‘captive’* per come sono stati definiti all’inizio del Capitolo 3,

Figura 4.1

Gli *arranger* bancari più attivi sul mercato dei *minibond* fino a € 50 milioni nel 2023. Sono incluse nei conteggi le emissioni di società finanziarie (codice ATECO K) e i veicoli per le acquisizioni. In rosso il contributo dei *minibond ‘captive’* originati e sottoscritti al 100% da un unico gruppo finanziario. In verde il contributo dei *basket bond*.



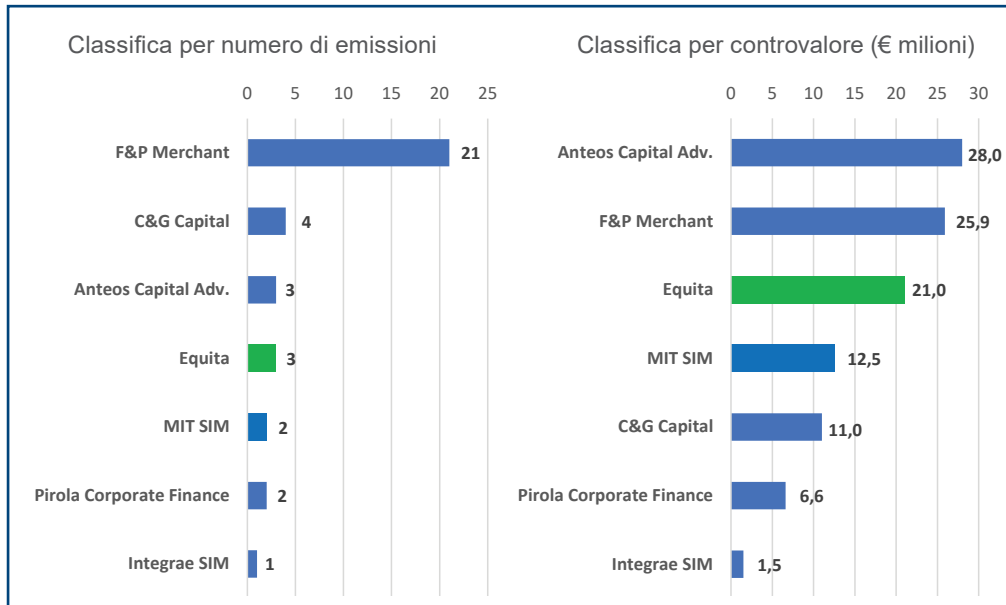


Figura 4.2

Gli *arranger* non bancari più attivi sul mercato dei *minibond* fino a € 50 milioni nel 2023. Sono incluse nei conteggi le emissioni di società finanziarie (codice ATECO K) e i veicoli per le acquisizioni. In verde il contributo dei *basket bond*.

ovvero titoli originati e sottoscritti interamente da un unico gruppo finanziario; viene anche evidenziato in verde il contributo dei *basket bond*. Quest'anno UniCredit è in testa sia per numero di emissioni (30) che per controvalore (€ 150,6 milioni) mentre Banca Finint è al secondo posto con 28 *deal* per un totale di € 78,3 milioni. Al terzo posto per numero di emissioni c'è Mediocredito Trentino Alto Adige con 6 titoli mentre per controvalore si posiziona Banca Sella con € 35 milioni.

La Figura 4.2 riporta invece la situazione degli *arranger* non bancari. Al primo posto per numero di *minibond* curati c'è Frigiolini & Partners Merchant (21 emissioni per un totale di € 25,9 milioni) mentre C&G Capital è al secondo posto (4 emissioni con € 11 milioni). Il terzo posto è conteso fra Anteos Capital Advisors e Equita (3 emissioni a testa). Se guardiamo al controvalore, sale in cima al podio Anteos Capital Advisors con € 28 milioni raccolti e al terzo posto c'è Equita (€ 21 milioni).

In generale nel 2023 si vede un calo dell'operatività per tutti gli *arranger* rispetto al 2022, salvo pochissime eccezioni. Le segnalazioni raccolte dall'Osservatorio parlano però di una *pipeline* in deciso aumento per i prossimi mesi.

Avendo alle spalle ormai 10 anni di storia del Report, possiamo anche evidenziare nelle due categorie chi ha più contribuito allo sviluppo dell'industria dal 2013 guardando alle statistiche cumulate. Fra gli operatori bancari è Banca Finint, con 270 titoli per un valore di € 1,79 miliardi; fra quelli non bancari è Frigiolini & Partners Merchant con 208 emissioni che totalizzano € 162 milioni.

Le società di rating

Come si è notato nel Capitolo 3, l'emissione del *rating* non è obbligatoria per il collocamento di un *minibond*, ma un certo numero di imprese emittenti ha comunque deciso di percorrere questa strada, per dare al mercato un ulteriore segnale informativo. I fondi di *private debt* richiedono spesso un *rating* indipendente prima di perfezionare l'investimento, oppure sono essi stessi a implementare delle procedure di *credit scoring* interne. Nell'Unione Europea, possono emettere un *rating* solo le agenzie riconosciute e registrate dall'ESMA (European Securities and Markets Authority), l'autorità europea di supervisione sul settore. Il Regolamento Europeo CE n. 1060/2009 (insieme agli aggiornamenti successivi) ha definito il contesto normativo nel quale operano le agenzie di *rating*, con lo scopo di escludere i conflitti di interesse, di assicurare un'elevata qualità del servizio e di garantire trasparenza.

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



Simone Brugnera
(Banca Finint)

“Il 2023 è il primo anno di forte contrazione del mercato per le note cause (incremento tassi, contrazione investimenti, garanzie pubbliche) che hanno segnato in generale anche il canale tradizionale bancario. L'anno in corso ci sta mostrando una positiva inversione di tendenza dovuta non solo alla riduzione del costo del denaro ma anche alla necessità di investire in modo strategico e alla percezione oramai consolidata che lo strumento del *minibond* continua ad essere un elemento fondamentale nei percorsi di crescita delle aziende”



Diego Pelizzari
(Mediocredito
Trentino Alto Adige)

“Nel 2023 molti operatori si sono focalizzati, con un approccio ‘tailor made’, su emissioni di taglio adeguato ad aziende in fase di crescita per avvicinarle sempre più al mercato dei capitali”

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

In Italia nel 2023 il mercato dei *minibond* ha visto sempre 3 agenzie attive:

- Cerved Rating Agency, che ha emesso durante l’anno 27 nuovi *rating* privati più 111 aggiornamenti su valutazioni precedenti di cui 64 privati e 47 pubblici; è interessante notare che tra gli aggiornamenti abbiamo 53 conferme, 20 *downgrade*, 28 ritiri e 10 *upgrade*;
- CRIF Ratings, con 16 aggiornamenti su emissioni precedenti, di cui 13 *unsolicited*; in 8 casi il *rating* è stato aggiornato, in 4 casi confermato e in 4 casi ritirato;
- modefinance, con 20 *rating* su nuove emissioni del 2023 (tutti *speculative grade*) e 59 revisioni di emittenti già note al mercato, cui si sommano altri 38 *rating* su emittenti che non hanno poi collocato titoli (in gran parte si tratta di imprese che hanno partecipato al bando dei progetti di *basket bond* regionali).

Gli investitori

L’investimento nei *minibond* è tipicamente destinato a investitori ‘professionali’. Nella pratica, si intendono coloro che posseggono l’esperienza, la conoscenza e la competenza necessarie per comprendere e valutare correttamente i rischi che in tal modo possono assumersi. Peraltro la normativa, almeno per le Società per Azioni, non impedisce che siano anche persone fisiche a investire nei *minibond* (si vedano gli articoli 2410-2420 del Codice Civile). Per quanto riguarda invece le Società a responsabilità limitata (si veda l’articolo 2483 del Codice Civile) fino ad oggi l’investimento è stato riservato solo agli investitori ‘vigilati’ i quali risponderanno in solido dell’obbligazione se essa dovesse essere poi ceduta ad altri tipi di investitori. A tale proposito rimandiamo alle novità descritte nel Box 1.2 a pagina 13, introdotte dalla recentissima Legge ‘Capitali’, che vanno a modificare le regole del gioco.

I sottoscrittori tipici delle emissioni di *minibond* sono quindi gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (fondi aperti e chiusi, fondi alternativi, fondi pensione), banche, assicurazioni, SIM, casse previdenziali, finanziarie regionali e fondazioni. È opportuno però ricordare che, in base alle normative richiamate nel Capitolo 1 (si veda il Box 1.1 a pagina 12), i portali autorizzati che offrono servizi di *crowdfunding* possono collocare *minibond*. Fino al 2023, sulla base del quadro regolamentare in vigore prima del Regolamento europeo ECSP, sono stati solo 3 i portali che hanno sfruttato questa opportunità. La Tabella 4.1 riporta alcune statistiche sulle operazioni svolte nell’ultimo triennio, che evidenziano Fundera quale *leader* per volumi. In coerenza con il *trend* generale, nel 2023 c’è stata una generale contrazione degli investimenti.

Oggi le limitazioni prima esistenti in Italia sulla tipologia di sottoscrittori non esistono più e l’investimento nei *minibond* delle SpA è alla portata di ogni risparmiatore attraverso un portale autorizzato. Sarà interessante vedere quindi cosa accadrà nel 2024.

Tabella 4.1

I *minibond* collocati dai portali autorizzati di *equity crowdfunding*: numero di campagne e fra parentesi la raccolta

Portale	2021	2022	2023	Totale triennio
Fundera.it	25 (€ 14.700.000)	31 (€ 30.150.000)	17 (€ 20.000.000)	73 (€ 64.850.000)
Crowdfundme.it	3 (€ 2.730.000)	2 (€ 2.135.000)	-	5 (€ 4.865.000)
Opstart.it (Crowdbond)	3 (€ 5.115.000)	8 (€ 5.380.000)	3 (€ 2.170.000)	14 (€ 12.665.000)
TOTALE	31 (€ 22.545.000)	41 (€ 37.665.000)	20 (€ 22.170.000)	92 (€ 82.380.000)

La Figura 4.3 riporta i dati sugli investitori dei *minibond* emessi nel 2023, raccolti da fonti pubblicamente disponibili e da quelle fornite gentilmente dai protagonisti del mercato, con una copertura complessiva del controvalore collocato pari all’80% (in tutti gli altri casi purtroppo è impossibile ottenere informazioni). Anche quest’anno troviamo in cima alla classifica le banche italiane, ma con una quota in calo pari al 28% (era il 33%). I fondi italiani di *private debt* sono sostanzialmente stabili con una quota del 22%. Sono ancora assenti le assicurazioni (che per il momento investono indirettamente attraverso i fondi, così come le casse di previdenza) mentre la novità interessante è che crescono ban-

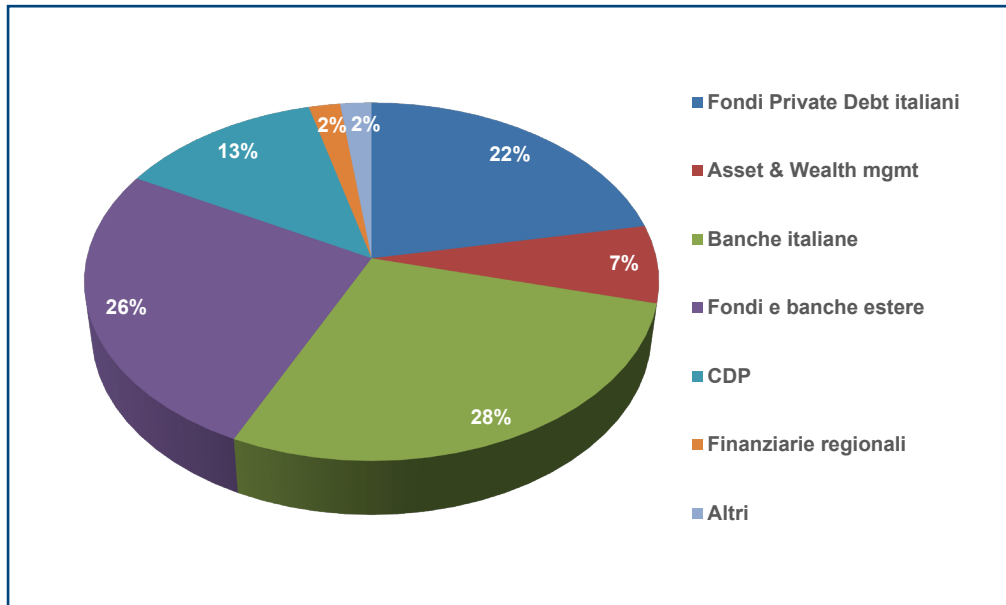


Figura 4.3

La 'mappa' degli investitori nei *minibond* nel 2023. Copertura del campione: 80% del valore emesso sul mercato

che e fondi stranieri: passano dal 17% al 26%. Tiene le posizioni la quota dell'industria dell'*asset & wealth management* (fondi aperti, *private banking*, SIM) con il 7% mentre la Cassa Depositi e Prestiti si attesta al 13% (l'anno scorso era al 14%). Completano il quadro le finanziarie regionali (in realtà solo alcune di esse sono attive in questo ambito) con il 2% e altri investitori minori con la quota residuale (2%).

Le banche agenti, le banche depositarie e i centri servizi

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

Nel primo ambito, si tratta di tutte le pratiche di dematerializzazione dei titoli (avendo come controparte Monte Titoli) e di attribuzione del codice ISIN (in tal caso la controparte è Banca d'Italia). Parliamo di processi abbastanza standardizzati, ma che le PMI spesso tendono ad affidare in *outsourcing* ad esterni specializzati al fine di minimizzare costi e *time to market*, il più delle volte appartenenti a gruppi bancari. I *player* con la maggiore quota di mercato sui *minibond* italiani sono Banca Finint, BNP Paribas Securities Services, Deutsche Bank, Gardant, Bank of New York Mellon, Loan Agency Services. Nelle emissioni più piccole si distingue la Banca di Credito Cooperativo di Cherasco. Sempre nei confronti dell'emittente, un altro ruolo importante è quello della 'banca pagatrice', che consiste nel generare gli accrediti al servizio di cedole e capitale a favore degli investitori, interfacciandosi con Monte Titoli. Questo ruolo è tipicamente svolto dallo stesso soggetto, se bancario, che cura le attività prima menzionate.

Nei confronti degli investitori, si distinguono due servizi principali. Da un lato le banche depositarie svolgono un ruolo importante nella filiera dei *minibond* per la custodia dei titoli, nel momento in cui dovessero essere dematerializzati (strada obbligata se i *minibond* saranno quotati su un mercato borsistico). Dall'altro lato, il Rappresentante Comune e il Security Agent, in qualità di rappresentanti degli investitori, presidiano il credito, mediante il monitoraggio del corretto adempimento degli obblighi contrattuali e la gestione delle garanzie.

Da ultimo, nell'ambito dei *basket bond*, è emersa una nuova figura, quella del Monitoring Agent, a cui è demandata la verifica periodica delle *performance* del portafoglio in gestione.

Portali dedicati ai *minibond*

I portali dedicati al *private capital* contribuiscono a diffondere con tempestività le informazioni sulle emissioni e sui principali *player* che operano in Italia.



Alberto Lampertico
(Riello Investimenti
Capital Partners)

"I fondi di private debt italiani investono in PMI. Per creare valore con il capitale, la chiave è nella relazione con l'impresa; da una parte strutturare operazioni, anche complesse, che consentano alle società di consolidare il proprio percorso di crescita, e dall'altra apportare un valore industriale, comprendendo il contesto competitivo, i piani di sviluppo, il management dell'impresa e condividendone i successi"

BeBeez.it è senza dubbio il punto di riferimento principale. È una testata giornalistica *online* fondata da Stefania Peveraro, registrata al Tribunale di Milano e dedicata alla finanza d'impresa e più specificamente a *private equity*, *private debt*, *venture capital*, ristrutturazioni aziendali e *non performing loans*, *real estate* e *crowdfunding*. La sezione sul *private debt*, in particolare, pubblica frequenti notizie sul mondo dei *minibond* e sui suoi protagonisti: nuove emissioni, fondi di investimento, imprese emittenti. BeBeez è edita da EdiBeez Srl, che pubblica anche Crowdfundingbuzz.it.

Nel 2019 il portale ha lanciato BeBeez Private Data, il *database* che mappa tutte le aziende partecipate da investitori di *private equity* e *venture capital* e finanziate da investitori di *private debt* (anche sulle piattaforme *fintech*). È del 2023, invece, il lancio di BeBeez Magazine, mensile di approfondimento sul *private capital*, e di BeBeez International, piattaforma europea di *news* dedicate ai *private market*.

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

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

Box 4.1 AIFI e il mercato del *private debt*

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

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

Le statistiche ufficiali, presentate semestralmente, mostrano una tenuta del mercato con un'offerta diversificata di sottoscrizione di debito ed erogazione di finanziamenti.

Ad ottobre 2023 si è tenuta la sesta edizione del Private Debt Award che ha premiato le migliori operazioni realizzate nel corso del 2022 e dedicato un premio a Fabrizio Saccomanni, in memoria del suo grande impegno governativo a favore della crescita del mercato. L'edizione 2023 ha visto vincitori: Clessidra Capital Credit per l'operazione ITALTEL, Finint Investments e Anthilia Capital Partners SGR per FENICIA (*brand* Camiccissima), Green Arrow Capital per Gruppo Florence e Riello Investimenti per ETT.

Grande attenzione è dedicata anche all'educazione finanziaria, per questo la Commissione Private Debt AIFI ha collaborato alla pubblicazione della Guida "I fondi di Private Debt. Un percorso per il mercato". Con una logica di domande e risposte, il documento presenta un percorso per il mercato, costruito con l'obiettivo di mettere in luce quando e perché rivolgersi ad un fondo di *private debt* e le differenti tipologie di operatori di *private debt* che investono nel sistema imprenditoriale italiano. Inoltre, proprio per promuovere la diffusione dell'*asset class*, è attivo il portale online (www.k4g.it) facilmente fruibile da imprenditori e *manager* interessati ad interfacciarsi con il mondo del *private equity*, *private debt* e *turnaround* e con modalità di *dissemination* dirette: un *test* di autovalutazione sulle proprie esigenze di finanziamento, video-pillole tematiche realizzate direttamente dagli operatori e *webinar* dedicati.

Per tenersi informati sull'evoluzione del mercato e sulle iniziative di AIFI, si rimanda all'area dedicata al *private debt* sul sito AIFI e alla *newsletter* giornaliera gratuita Private Capital Today: <https://www.aifi.it/it/private-capital-today>.

un *equity kicker*) quanto alla minimizzazione del rischio di insolvenza.

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

Fondo	Investimenti effettuati nei <i>minibond</i>	Società di gestione o veicolo
Amundi ELTIF Agritaly PIR	Demil Srl, Grappola02 Srl, La Conviviale SpA, Las SpA	Amundi SGR
Anthilia BIT III / Anthilia BIT IV Coinvestment Fund / Anthilia Eltif Economia Reale Italia / 8a+ Real Italy Eltif (mandato di gestione) / Anthilia MUST PIR / Anthilia GAP	BKNO Srl, Digitalplatforms SpA, Ingino SpA (2 emissioni), Refa Srl, Ugo Pizzicannella Società Agricola a r.l.	Anthilia Capital Partners SGR
Ares Management Funds	Generator Hostel Rome SpA, Generator Hostel Venice SpA	Ares Management Corporation
Equita Private Debt Fund II	Octa SpA, Valsa Group SpA (*)	Equita Capital SGR
Fondo Euregio+ PMI	Weico Srl	Euregio Plus SGR
Fondo Impresa Italia II	A.R.S. Tech Srl, Dedem SpA, Fare Pressa SpA, Ga.Ma Srl, Investimenti Rettifiche Industriali SpA (2 emissioni)	Riello Investimenti Partners SGR
Fondo Merito Private Debt	Aphrodite SpA, Cake Land SpA, M-Cube SpA	Merito SGR
Fondo PMI Italia II	Ligabue SpA (**), Whole Health System Srl	Finint Investments SGR
Fondo Veneto Minibond	Baia Camping Village SpA, IWIS Insulation Waterproofing Ind. Sys.Srl	FVS SGR / Veneto Sviluppo
Green Arrow Private Debt Fund II / Microfinanza 1	Aphrodite SpA, Microcredito Di Impresa SpA (*)	Green Arrow Capital SGR
Kobus Asset Finance I Sicav Reif	LaFrancesca25 Srl	Kobus Partners Management SGEIC SA
Pemberton Senior Loan Holdings	Impresoft SpA (*)	Pemberton Capital Advisors LLP
Pricoa Funds	Compagnia Valdostana Delle Acque SpA, Fidia Farmaceutici SpA, Lannutti SpA	Pricoa Private Capital
Progetto Minibond Italia / Zenit Progetto Italia 4.0	Agrostar Srl (2 emissioni), Heliopolis SpA, Housing Srl, Siag Caffè Italiano SpA (2 emissioni)	Zenit SGR
Rivage Euro Debt Infrastructure High Return 2	Sigma Bel Energy Srl	Rivage Investment SAS
RiverRock Minibond Fund	Fil-Pemto SpA	Riverrock European Capital Partners LLP
Tenax Sustainable Credit Fund	Aphrodite SpA	Tenax Capital Ltd
Tendercapital Funds	Prismi SpA	Tendercapital Alternative Funds PLC
Ver Capital Transition Energy Fund	Solsalento Otto Srl	Ver Capital SGR

Tabella 4.2

Gli investimenti dei fondi di *private debt* effettuati nel 2023 nei *minibond* italiani

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

(**) Titolo emesso nel 2022



Barbara Ellero
(Anthilia Capital Partners SGR)

“Il mercato del *Private Debt* sta guadagnando spazio sia lato investitori istituzionali sia lato imprese. Gli investitori apprezzano la stabilità del portafoglio e il flusso cedolare generato. Le imprese cercano soluzioni più flessibili di quelle proposte dal sistema bancario. Il *Private Debt* è infatti in grado di gestire una personalizzazione, soprattutto quando si tratta di offerta alle PMI, con flussi di cassa studiati in funzione delle caratteristiche dell'impresa”

La Tabella 4.2 descrive i principali investimenti sottoscritti nel 2023 dai fondi di *private debt* nei *minibond*.

È opportuno sottolineare che alcuni di questi fondi non investono solo in *minibond*, ma finanziano le imprese anche attraverso il credito diretto (*direct lending*). Ciò non comporta necessariamente una sovrapposizione competitiva rispetto alle banche, quanto piuttosto un completamento cooperativo dell'attività svolta dagli istituti di credito.

Box 4.2Il Fondo Europeo per gli Investimenti e il *private debt*

Il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI), parte del Gruppo Banca Europea per gli Investimenti e con *rating* AAA, è uno degli investitori più attivi in Europa nel settore del *private debt* attraverso investimenti *senior, unitranche, asset-based*, debito subordinato e strumenti ibridi debito/*equity*.

Dal 2015 il FEI ha supportato attivamente 15 operatori del settore in Italia, soprattutto *first-time teams* e attori emergenti focalizzati sulle PMI e sulle Mid Cap. Tra il 2021 e il 2023, il FEI, nel suo ruolo di *cornerstone investor*, ha offerto un *commitment* di oltre € 350 milioni in 10 fondi chiusi gestiti da gestori di fondi italiani, attivi nel settore dei *minibond* così come nel più ampio mercato italiano del Private Debt *non-distressed*, con l'obiettivo di sostenere lo sviluppo del mercato e la crescita dei gestori italiani affinché diventino *leader* europei.

Sebbene le strategie di investimento generaliste siano vitali per un mercato dei capitali competitivo, gli investimenti del FEI si sono concentrati verso gestori di fondi specializzati. Il FEI agisce quindi come *cornerstone investor* in nuovi fondi tematici verticali in grado di fornire capitale e soluzioni di finanziamento stabili alle PMI e alle Mid Cap, nel perseguimento di obiettivi politici cruciali come la sostenibilità ambientale e la transizione energetica.

Nel 2023, il FEI ha sostenuto quattro fondi italiani di Private Debt attraverso il programma InvestEU impegnando circa € 120 milioni. Gli investimenti si concentrano principalmente sul finanziamento del debito *senior* per la fascia medio-bassa del mercato e sono conformi all'Articolo 8 della SFDR (promuovendo le caratteristiche ambientali e sociali) o all'Articolo 9 (con investimenti sostenibili come obiettivo). Alcuni gestori incorporano specificamente criteri di uguaglianza di genere e diversità nelle loro strategie di investimento.

Come parte del gruppo Banca Europea per gli Investimenti (BEI), il FEI contribuisce agli obiettivi di incrementare i finanziamenti *green* (€ 1.000 miliardi di investimenti per combattere il cambiamento climatico e per la sostenibilità ambientale entro il 2030) e ha allineato le sue strategie ai principi e agli obiettivi dell'Accordo di Parigi. In questo contesto, il FEI mantiene un portafoglio di *asset* da € 169 miliardi focalizzati su investimenti responsabili.

Ci si aspetta che i gestori dei fondi concentrino sempre più i loro sforzi e le loro risorse su strategie tematiche e di impatto, in particolare guardando a imprese che dimostrano una chiara strategia di investimento ambientale e/o sociale. Per sostenere questi sforzi, il FEI ha introdotto il *framework* "EIF Climate Action and Environmental Sustainability Criteria" che mira a favorire la transizione verso un'economia climaticamente neutra sostenendo iniziative contro il riscaldamento globale e dando priorità alla transizione energetica, all'adattamento climatico e alla mitigazione climatica. Questi orientamenti vengono utilizzati come base fondamentale per tutti gli investimenti del FEI sia nella fase di valutazione *ex ante* del potenziale investimento sia nel monitoraggio e nella rendicontazione dell'impatto e dei risultati *ex post*.

Per tale motivo ci si riferisce in generale al mondo dei fondi di *private debt* considerando l'operatività sia sul mercato mobiliare sia su quello del credito. Secondo le ultime statistiche disponibili da AIFI, l'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (si veda il Box 4.1 a pagina 60), nel primo semestre 2023 si sono contate in Italia 68 operazioni chiuse da fondi di *private debt* in 46 società diverse, con una flessione rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Le operazioni hanno mobilitato risorse totali per € 1,33 miliardi, di cui una parte significativa (78%, in crescita rispetto al 2022) arrivata da fondi esteri. Storicamente, circa metà degli investimenti ha riguardato titoli obbligazionari, mentre la rimanente parte è associata a finanziamenti diretti o strumenti ibridi. La raccolta dei fondi nel semestre è stata bassa, pari a € 316 milioni contro € 410 milioni dei primi 6 mesi del 2022.

Nel 2023 abbiamo registrato il secondo *closing* ad oltre € 90 milioni per il Fondo Green Arrow Private Debt Fund II gestito da Green Arrow Capital SGR, qualificato come PIR Alternativo e Articolo 8 SFDR.

Fra le nuove iniziative lanciate negli ultimi mesi citiamo il progetto Blue Economy Debt Fund, targato Consultinvest e Zenit SGR, destinato a supportare le imprese dei *business* collegati al mare (turismo, nautica, trasporti, logistica). Il *target* di raccolta è € 150 milioni.

Continuiamo a pensare che gli operatori attivi siano ancora troppo pochi. Molti fondi di *private debt* - che pure si qualificano come Eltif o PIR alternativi - non considerano

minibond di piccola dimensione o non quotati. C'è spazio per pensare a prodotti del risparmio gestito che possano investire in una pluralità di titoli offrendo anche a investitori *retail* (attraverso fondi non riservati) la possibilità di accedere a un portafoglio ben diversificato e selezionato in maniera professionale, contribuendo a finanziare le PMI italiane.



Appendice

Elenco delle emissioni di *minibond* nel 2023

	Società emittente	Mese
1	ETS EcoTecnologie Stradali Srl	gen-23
2	Fintref SpA	gen-23
3	L&M SpA	gen-23
4	Make Your Credit SpA	gen-23
5	Vetroresina SpA	gen-23
6	LaFrancesca25 Srl	feb-23
7	Tapi' Holdings SpA	feb-23
8	U.E. SpA	feb-23
9	Agrostar Srl (2026)	mar-23
10	Agrostar Srl (2029)	mar-23
11	Alps Blockchain SpA	mar-23
12	Baia Camping Village SpA	mar-23
13	Bertolotti SpA	mar-23
14	Building SpA	mar-23
15	Demil Srl	mar-23
16	Effecto Group SpA	mar-23
17	Fidia Farmaceutici SpA	mar-23
18	Ga.Ma Srl	mar-23
19	Gibus SpA	mar-23
20	Gruppo C.S.A. SpA	mar-23
21	Health And Nutrition One Srl	mar-23
22	Le Ginestre SpA	mar-23
23	M-Cube SpA	mar-23
24	Pricewaterhousecoopers Advisory SpA	mar-23
25	Pricewaterhousecoopers SpA	mar-23
26	Renexia Pech SpA	mar-23
27	Solis SpA	mar-23
28	Airon Srl	apr-23
29	BF Srl	apr-23
30	CO.MEC. SpA	apr-23
31	EEMS Italia SpA	apr-23
32	ETS EcoTecnologie Stradali Srl	apr-23
33	Frigel Firenze SpA	apr-23
34	G&G Srl	apr-23
35	Grappola02 Srl	apr-23
36	Levante Logistica Srl Società Benefit	apr-23
37	Newster System Srl	apr-23
38	Six Italia SpA	apr-23
39	Weico Srl	apr-23
40	Zecca Prefabbricati SpA	apr-23
41	Zero & Company Srl	apr-23
42	Dream Project SpA	mag-23
43	IWIS Insulation Waterproofing Industrial Systems Srl	mag-23
44	Las SpA	mag-23
45	A.R.S. Tech Srl	giu-23

	Società emittente	Mese
46	Abc Company SpA	giu-23
47	BKNO Srl	giu-23
48	C.R.S. Impianti Srl	giu-23
49	EEMS Italia Spa	giu-23
50	Endrizzi Srl	giu-23
51	Investimenti Rettifiche Industriali SpA (2029)	giu-23
52	Investimenti Rettifiche Industriali SpA (2030)	giu-23
53	Lannutti SpA	giu-23
54	Mondo Tv SpA	giu-23
55	Octa SpA	giu-23
56	Pasolini Luigi Srl	giu-23
57	Scannell Italia No 005 Srl	giu-23
58	Solsalento Otto Srl	giu-23
59	Uniko SpA Societa' Benefit	giu-23
60	Unionbau SpA	giu-23
61	Axore Srl	lug-23
62	Borgosesia Real Estate Srl	lug-23
63	Building SpA	lug-23
64	Cake Land SpA	lug-23
65	Capilor SpA	lug-23
66	Fil-Pemto SpA	lug-23
67	Greenthesi SpA	lug-23
68	Gruppo C.S.A. SpA	lug-23
69	Inginò SpA (€ 3 Mln)	lug-23
70	Inginò SpA (€ 5 Mln)	lug-23
71	Mark Medical SpA	lug-23
72	Mg & Co Srl	lug-23
73	RM Multimedia Srl	lug-23
74	Samag Holding Logistics SpA	lug-23
75	Scannell Italia No 005 Srl	lug-23
76	Siag Caffè Italiano SpA (2026)	lug-23
77	Siag Caffè Italiano SpA (2029)	lug-23
78	Solbian Energie Alternative Srl	lug-23
79	Svas Biosana SpA	lug-23
80	Terra.Con Srl	lug-23
81	Venix Srl	lug-23
82	Bervicato Srl	ago-23
83	Cartiera Confalone SpA	ago-23
84	CDS Holding SpA	ago-23
85	Digital360 SpA	ago-23
86	Eagleprojects SpA	ago-23
87	Envirotek Italia Srl	ago-23
88	Fare Pressa SpA	ago-23
89	Geco Renew Group Srl	ago-23
90	Gruppo Beta SpA	ago-23
91	Gruppo C.S.A. SpA	ago-23
92	Heliopolis SpA	ago-23
93	Housing Srl	ago-23
94	Ledoga Srl	ago-23
95	Netgroup SpA	ago-23

	Società emittente	Mese
96	Prismi SpA	ago-23
97	Refa Srl	ago-23
98	Risposta Serramenti Srl	ago-23
99	Royal Investment Corporation Srl	ago-23
100	Sacco Srl	ago-23
101	Samso SpA (€ 2 Mln)	ago-23
102	Samso SpA (€ 8 Mln)	ago-23
103	Soft Technology Srl	ago-23
104	Whole Health System Srl	ago-23
105	Aphrodite SpA	set-23
106	Cipriani Profilati Sb Srl	set-23
107	Fenice Immobiliare Generale Srl	set-23
108	IPI SpA	set-23
109	Pia-Partecipazioni Interessenze Azionarie SpA	set-23
110	Pricewaterhousecoopers Advisory SpA	set-23
111	Silvelox Group SpA	set-23
112	Solis SpA	set-23
113	Terra Più - Società Agricola Srl	set-23
114	Campania Resinfer Srl	ott-23
115	Cyber Guru Srl	ott-23
116	Digitalplatforms SpA (2027)	ott-23
117	Digitalplatforms SpA (2030)	ott-23
118	EEMS Italia SpA	ott-23
119	Elia Srl	ott-23
120	Experimental Ludovisi Amethyst SpA	ott-23
121	Gestione Supermercati Europei SpA (04/2024)	ott-23
122	Gestione Supermercati Europei SpA (10/2024)	ott-23
123	GPM Srl	ott-23
124	Gruppo Nord Petroli Srl	ott-23
125	La Conviviale SpA	ott-23
126	Ledoga Srl	ott-23
127	Manutenzione ed Assistenza Computers Srl	ott-23
128	Officine Meccaniche Barni SpA	ott-23
129	OK Informatica Srl	ott-23
130	Retex SpA Società Benefit	ott-23
131	Sigma Bel Energy Srl	ott-23
132	Site Srl	ott-23
133	Solania Srl	ott-23
134	Together F.C. SpA	ott-23
135	Tregenplast Srl	ott-23
136	Ugo Pizzicannella Società Agricola a Responsabilità Limitata	ott-23
137	Coopservice Società Cooperativa Per Azioni	nov-23
138	Destination Italia SpA	nov-23
139	Generator Hostel Rome SpA	nov-23
140	Generator Hostel Venice SpA	nov-23
141	Mak Costruzioni Srl	nov-23
142	Mediceram Srl	nov-23
143	Prodea Group SpA	nov-23
144	Sebach SpA	nov-23
145	UP! Srl	nov-23

	Società emittente	Mese
146	Andromeda Rail Srl	dic-23
147	Alessi Domenico SpA	dic-23
148	Alma Petroli SpA	dic-23
149	Apulia Hotel Srl	dic-23
150	Arconvert SpA	dic-23
151	Bibione Mare SpA	dic-23
152	Bioman SpA	dic-23
153	C Blade Spa Forging & Manufacturing	dic-23
154	Compagnia Valdostana Delle Acque SpA	dic-23
155	Dedem SpA	dic-23
156	Distilleria Bartin Srl	dic-23
157	Dom. Pla. Srl	dic-23
158	Domorental Srl	dic-23
159	E+S Air Srl	dic-23
160	Ecosfera Servizi SpA	dic-23
161	ETT SpA	dic-23
162	Grifal SpA	dic-23
163	I.GI. Srl	dic-23
164	I.N.C.O. Srl	dic-23
165	Ilog & T Srl	dic-23
166	Imilani Srl - Società Benefit	dic-23
167	Industrie Saleri Italo SpA	dic-23
168	Mana Srl	dic-23
169	New Effe Srl	dic-23
170	Notorious Pictures SpA	dic-23
171	Nuova Simplast Srl	dic-23
172	Officina Metalmeccanica Automotive SpA	dic-23
173	Omnitech Srl	dic-23
174	Pasolini Luigi Srl	dic-23
175	Progetto Natura Società Cooperativa Agricola	dic-23
176	Promoitalia Group SpA	dic-23
177	Railway Windows Srl	dic-23
178	Scatolificio Salernitano SpA	dic-23
179	Sidea Group Srl	dic-23
180	Six Italia Spa	dic-23
181	Sovecar Srl	dic-23
182	Stante Logistics Spa	dic-23
183	T&M Logistica Integrata Srl	dic-23
184	Tre Zeta Group SpA	dic-23

La School of Management



POLITECNICO
MILANO 1863
SCHOOL OF MANAGEMENT

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

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

Inserita nella classifica del Financial Times delle migliori Business School d'Europa dal 2009, oggi è in classifica con il Full-Time MBA, Master of Science in Management Engineering e con l'Online MBA. In particolare nel 2023 l'International Flex EMBA si posiziona 10° al mondo nel Financial Times Online MBA Ranking.

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

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

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

Il gruppo di Entrepreneurship Finance & Innovation (EFI) della School of Management è attivo in numerosi progetti di ricerca finanziati da società private, dall'Unione Europea e da altri enti su temi quali la quotazione in Borsa, la raccolta di capitale, il *crowdfunding*, la finanza imprenditoriale nelle *startup* innovative, le tematiche di ESG *finance* e di *climate finance*, i finanziamenti alternativi per le PMI, i *crypto-asset*. È inoltre coinvolto in progetti di formazione *post-graduate* come l'International Master in Fintech, Finance and Digital Innovation, l'International Master in Financial Risk Management, il corso ESG Analysis & Investing (organizzato con CFA Society Italy), il corso Introduzione alla Professione di Consulente Finanziario (organizzato con Ascofind) e moduli formativi organizzati *ad hoc* per importanti *player* finanziari.

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

Internet: www.som.polimi.it

Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca

Gruppo di ricerca: Giancarlo Giudici (direttore scientifico), Jonathan Tagliatela, Paolo Belletti, Giorgio Castelnovo, Matteo Conti.

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

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

Partner

- ❑ ADB Corporate Advisory
- ❑ Banca Finint
- ❑ CDP Cassa Depositi e Prestiti
- ❑ Cerved Rating Agency
- ❑ Foresight Group
- ❑ Frigiolini & Partners Merchant
- ❑ Mediocredito Centrale
- ❑ Mediocredito Trentino Alto Adige
- ❑ modefinance
- ❑ Orrick
- ❑ Sella Investment Banking

Partner istituzionali

- ❑ Borsa Italiana
- ❑ Innexta

Media partner

- ❑ BeBeez



ADB Corporate Advisory
www.adb.it

ADB Corporate Advisory è una società di consulenza indipendente, con sedi a Torino e Milano, specializzata nell'assistenza alle PMI in operazioni di Finanza Straordinaria; affianchiamo imprenditori e *manager* nel trovare la soluzione più adatta a consolidare, ampliare o rilanciare il proprio *business*, offrendo servizi in ambito:

- Debt Capital Markets (Minibond Specialist);
- Mergers & Acquisitions;
- Private Funds Advisory.

ADB Corporate Advisory è stata *advisor* della prima emissione di *minibond* in Italia nel 2013; dal 2014 è *advisor* del fondo di investimento Progetto MiniBond Italia gestito da Zenit SGR. Nel 2015 diventa Fixed Income Partner di Borsa Italiana ed è *advisor* di una delle più importanti IPO su AIM Italia. Nel 2019 diventa Listing Sponsor di Borsa Italiana e nel 2021 supera la soglia di 60 emissioni di *minibond* nelle quali è stata coinvolta in qualità di Issuer Advisor e Fund Advisor. Nel 2023 ADB Corporate Advisory diventa Elite Partner di Borsa Italiana.

La società fa parte del Gruppo ADB Holding, che vede la sua origine nel 1985 a Torino; oggi il Gruppo conta 4 società:

- ADB Corporate Advisory, Consulenza Finanziaria d'Impresa;
- ALFA SCF, Consulenza d'Investimento e Pianificazione Patrimoniale;
- FIDA, Multi-Asset Data e Financial Platform Provider;
- FIDA Informatica, Investment Management Fintech Developer.



BANCA FININT

BEST PEOPLE BEST BUSINESS

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

Banca Finint è una tra le più attive *investment bank* operanti nel Corporate & Investment Banking, della finanza strutturata e dell'*asset management*. È il punto di arrivo di oltre 40 anni di attività del Gruppo fondato nel 1980 da Enrico Marchi e altri soci. Con sede a Conegliano (TV), uffici a Milano, Roma e Trento ha oltre 650 dipendenti, 194 consulenti finanziari in 62 uffici territoriali.

Banca Finint è specializzata nel Debt Capital Markets (*minibond*, *basket bond*, *direct lending* e *specialized lending*), nella strutturazione e gestione di operazioni di cartolarizzazione, in *covered bond* e finanza strutturata, in operazioni di finanza straordinaria a sostegno delle imprese e dell'economia reale dei territori in cui opera.

Del Gruppo fanno parte anche Finint Investments, la SGR attiva nella gestione di fondi mobiliari e immobiliari, Finint Private Bank, che offre a clienti privati e famiglie consulenza evoluta e una piattaforma aperta per gli investimenti e Finint Revalue, società specializzata nel *credit asset management*.

Nei *minibond*, Banca Finint si è distinta fin dal 2012 come operatore globale, portando al settore intero un elevato grado di innovazione.

- Top Arranger dal 2012 ad oggi secondo l'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano;
- Arranger di programmi di *bond* di sistema per € 1,1 miliardi (Viveracqua Hydrobond, ELITE Basket Bond, Export Basket Bond Programme, ELITE Basket Bond Lombardia, Garanzia Campania Bond I e II, Basket Bond Italia, Basket Bond Sistema Confindustria con garanzia del Fondo Centrale di Garanzia);
- Ideatore del primo fondo chiuso italiano di *private debt* con Finint SGR: 4 fondi alternativi dedicati al *private debt* per oltre € 540 milioni di raccolta vantando un *track record* di oltre 120 operazioni.

Il Gruppo ha effettuato oltre 300 operazioni di *minibond* per circa € 2,2 miliardi.



Dal 1850 Cassa Depositi e Prestiti (CDP) contribuisce allo sviluppo economico italiano impiegando il risparmio per favorire crescita e occupazione, sostenendo l'innovazione e la competitività delle imprese, le infrastrutture e il territorio. Nel gruppo CDP operano diverse realtà fra cui Simest, Fintecna, CDP Equity, CDP Reti e CDP Real Asset.

CDP sostiene lo sviluppo del mercato della finanza alternativa operando lungo tre direttrici:

- sostegno allo sviluppo di *asset class* innovative quali operazioni di cartolarizzazione di *minibond* (cosiddetti Basket Bond), con il ruolo di *anchor investor* e sottoscrizione diretta *single name* di *minibond* di dimensioni medio grandi;
- investimenti in fondi di credito "diversificati" (Diversified Loan Funds, DLF), con il ruolo di *anchor investor* e in *partnership* con il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI), caratterizzati da un elevato livello di granularità del portafoglio;
- strumenti di sostegno non finanziario alle imprese che comprendono: i) programmi dedicati allo sviluppo del capitale umano e alla promozione della crescita delle imprese sul mercato domestico e internazionale (Lounge ELITE-CDP e Acceleratore Franco-Italiano), ii) un modello strutturato di assistenza alle aziende per supportarle nell'analisi del proprio *business*, iii) un programma di incontri con le imprese («Business Roundtable»), per ascoltarne le necessità e condividere potenziali soluzioni strategiche.

Nel 2023 CDP, a conferma del proprio ruolo di *leader* di mercato, ha preso parte alle principali operazioni di Basket Bond lanciate in Italia, avviando ulteriori programmi per un ammontare complessivo di emissioni realizzate pari a circa € 200 milioni, finalizzati a supportare i piani di crescita di 47 PMI e Midcap italiane.

Nel complesso ad oggi CDP, attraverso lo strumento dei *basket bond* e agendo in qualità di *anchor investor*, ha finanziato oltre 250 PMI e Mid Cap per un totale di oltre un miliardo e mezzo di euro di risorse mobilitate.

CDP
Cassa Depositi e Prestiti
www.cdp.it



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

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

Cerved Rating Agency
ratingagency.cerved.com

Foresight

FOR A SMARTER FUTURE

Foresight Group
www.foresightgroup.eu

Foresight Group è un gestore di fondi indipendente, *leader* negli investimenti in progetti di economia reale sostenibili attraverso fondi alternativi di *private equity* e infrastrutturali. La società, fondata nel 1984 e quotata alla LSE dal febbraio 2021, gestisce circa 14,4 miliardi di euro distribuiti sui suoi circa 30 fondi, che investono prevalentemente nei settori infrastrutturali, per conto di investitori istituzionali, *family office* e clientela *retail*. Le due strategie, infrastrutture e *private equity*, vengono definite sulla base di una matrice sostenibile che mira rispettivamente a sostenere la transizione verso gli obiettivi di sviluppo sostenibile (Sustainable Development Goals, SDG) e a promuovere crescita economica e sviluppo sociale. Dal 2013, Foresight è firmataria dei Principi di Investimento Responsabile delle Nazioni Unite (UN PRI). Foresight è attiva come *fund manager* nel Regno Unito – con la sede principale di Londra e altre *branch* regionali – nel Sud Europa – con sedi operative a Roma e Madrid – in Lussemburgo e in Australia. In Italia la società è attiva dal 2008 prevalentemente nel settore infrastrutturale e del fotovoltaico con tre veicoli dedicati: Foresight European Solar Fund, ForVEI II e il Green Bond Fund, il primo fondo di debito di Foresight. Con una *size* iniziale di € 75 milioni, attualmente in fase di incremento con un *target* di raccolta complessiva pari a € 150 milioni, è stato sottoscritto al 20% dalla Banca Europea per gli Investimenti, oltre a casse di previdenza, primarie compagnie assicurative e *family office*. Il Green Bond Fund finanzia, mediante la sottoscrizione di *bond senior secured*, quotati sul segmento Euronext Access Milan di Borsa Italiana, progetti di energia rinnovabile ed efficienza energetica sul territorio italiano e nei principali Paesi europei. Ad oggi il fondo ha investito in diversi settori tecnologici tra cui biomassa, biogas, illuminazione pubblica, fotovoltaico, solare a concentrazione ed eolico.



FRIGIOLINI & PARTNERS
MERCHANT



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

Frigiolini & Partners Merchant è un gruppo indipendente che coniuga la competenza di un Advisor finanziario e di un Global coordinator specializzato in emissioni di *minibond* delle PMI (attraverso la *holding* F&P Merchant), con la capacità di collocamento sul mercato primario di un portale di *crowdfunding* vigilato, attraverso la controllata Fundera. F&P Merchant ha sede a Genova ed opera su tutto il territorio nazionale. Il suo *team* vanta un'esperienza pluriennale sui mercati finanziari. Dal 2015 ad oggi è ai primi posti in Italia per numero di PMI accompagnate all'emissione di *minibond*. Il punto di forza di F&P è l'indipendenza e l'assenza di conflitti di interesse rispetto ad operatori *captive* ed agli operatori del credito tradizionale, ma il vero valore aggiunto è dato dalla natura *fintech* della controllata Fundera che sommata alla nuova normativa europea consente di allargare la platea di investitori e il raggio di azione territoriale. Fundera è stato il primo portale autorizzato dalla Consob nel 2020 a collocare *minibond online* sul mercato primario e da quella data ha collocato più di 100 emissioni; lo scorso 25 ottobre 2023 ha ottenuto fra i primi l'autorizzazione europea ad operare come fornitore di servizi di *crowdfunding* ai sensi del Regolamento 2020/1503/UE.



Mediocredito Centrale è una banca di proprietà pubblica controllata al 100% dal Gruppo Invitalia, a sua volta controllato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze. La Banca ha consolidato il proprio ruolo istituzionale per la crescita della competitività del Paese, con *focus* su PMI e Mezzogiorno, attraverso la costituzione del Gruppo Bancario Mediocredito Centrale di cui fanno parte BdM Banca e Cassa di Risparmio di Orvieto.

I tre obiettivi principali di Mediocredito Centrale, sostenere il tessuto economico imprenditoriale del Paese, facilitare l'accesso al credito delle PMI e supportare gli investimenti produttivi e in ricerca e sviluppo, vengono realizzati nel duplice ruolo di gestore di agevolazioni pubbliche e di banca finanziatrice: nel primo caso, principalmente attraverso il Fondo di garanzia per le PMI e il Fondo crescita sostenibile per l'attuazione di progetti di R&S, gestiti per conto del Ministero delle Imprese e del Made in Italy; nel secondo attraverso, tra l'altro, l'erogazione di finanziamenti a medio-lungo termine, l'utilizzo di operazioni di *factoring* e il ricorso a strumenti di finanza innovativa.

In quest'ultimo ambito Mediocredito Centrale ha preso parte a numerosi programmi di emissione di *basket bond*, in qualità di investitore istituzionale e di *arranger*, che hanno portato alla sottoscrizione di circa 660 milioni di euro di minibond finalizzati prevalentemente al finanziamento di PMI e del Mezzogiorno, con una quota di partecipazioni alle singole emissioni compresa tra il 30% e il 50%. In qualità di gestore del Fondo di Garanzia per le PMI, inoltre, Mediocredito Centrale può intervenire sia su singoli *minibond* sia su portafogli di *minibond*.

**Mediocredito
Centrale**
www.mcc.it



Da 70 anni sosteniamo lo sviluppo delle piccole e medie imprese con il credito a medio e lungo termine, il *leasing*, la consulenza finanziaria e le operazioni di finanza straordinaria.

Ci proponiamo come Corporate e Investment Bank attraverso l'attività delle sedi operative per consigliare e assistere le aziende negli investimenti, attingendo anche a fondi agevolati nazionali ed europei.

Offriamo un *desk* specializzato nella finanza di progetto e di opere pubbliche per investimenti in energia rinnovabile ed infrastrutture.

Attraverso quote di *equity* di minoranza assumiamo un ruolo di *partner* di capitale dei nostri clienti finalizzato a piani di sviluppo e ad eventuali successive quotazioni sul mercato dei capitali.

Operiamo nei ruoli di *advisor*, di *arranger* e di sottoscrittore di *minibond*, seguendo le società emittenti in tutti i necessari passaggi fino all'emissione del titolo.

Forniamo un servizio di consulenza specifico per le PMI interessate ad approcciare il mercato dei capitali e la quotazione in Euronext Growth Milan, con il supporto di primarie società di consulenza.

Ai clienti privati proponiamo di investire in modo sicuro i loro risparmi nel nostro conto deposito *online Conto Rifugio*.

**Mediocredito
Trentino Alto Adige**
www.mediocredito.it
www.contorifugio.it

modefinance

a TeamSystem company

modefinance
www.modefinance.com

modefinance, parte del gruppo TeamSystem, è una azienda TechFin specializzata nella valutazione dell'affidabilità creditizia di aziende e banche, e nello sviluppo di soluzioni di Intelligenza Artificiale per l'analisi e la gestione del rischio di credito, attiva sia a livello nazionale che internazionale.

Grazie all'innovativa metodologia proprietaria MORE basata sull'Intelligenza Artificiale e alla base di tutti i servizi e prodotti offerti, modefinance opera senza limiti geografici, essendo in grado di valutare il rischio di credito di qualunque società, senza distinzioni di settore, dimensione o Paese:

- è autorizzata ad operare come Agenzia di Rating del credito (CRA) secondo l'Art.16 del Regolamento Europeo 1060/2009 e seguenti, ed è autorizzata ad emettere *rating* del credito sollecitati e non sollecitati, su imprese non finanziarie e banche;
- è registrata ed opera da Agenzia Esterna di Valutazione del merito di credito (ECAI) secondo il Regolamento Europeo 575/2013;
- ha sviluppato una metodologia proprietaria anche in ambito ESG, che mette a sistema i più avanzati *standard* internazionali, i dati alternativi, tecnologie all'avanguardia e le proprie capacità acquisite in ambito di valutazione, per ottenere analisi puntuali sulla sostenibilità a 360° di imprese e istituti finanziari.

L'unicità della prospettiva tecnologica, unita alla competenza dei propri analisti, rendono i *rating* emessi conformi alla normativa, nel rispetto di *standard* qualitativi e rigorosi, ed hanno valore legale. Tali soluzioni rispondono alle più recenti necessità di mercato ed esigenze normative, e sono disponibili anche in diversi formati, dal *as-a-Service* alle piattaforme, fino alla modellistica personalizzata, con il fine ultimo di digitalizzare e semplificare la gestione del rischio di credito, imprimendo un'accelerazione su automazione di processi, *stress testing* e *Nowcasting*, fino agli *score* ESG automatizzati.



Orrick
www.orrick.com

Orrick, studio legale internazionale, con *headquarter* a San Francisco nel 1863, in Italia dal 2003 nelle sedi di Milano e Roma, è riconosciuto a livello globale per l'elevata specializzazione in materia di finanza, Tech e M&A.

Nel settore della finanza, lo Studio assiste primarie società (domestiche e multinazionali) e clienti istituzionali in sofisticate operazioni finanziarie. Tra queste, figurano le operazioni di Debt Capital Markets con particolare riguardo alle emissioni obbligazionarie private o sotto forma di "Minibond", su cui il Team di Banking di Orrick vanta un'esperienza ormai consolidata nel mercato legale italiano.

Il nostro Team di Banking ha curato il maggior numero di emissioni di prestiti obbligazionari quotati sul segmento ExtraMOT PRO (ora Euronext Access Milan) di Borsa Italiana, e altrettante emissioni sottoscritte da investitori istituzionali su base *take and hold*, destinate a finanziare la crescita o il perfezionamento di operazioni straordinarie, nonché prestiti obbligazionari emessi nel contesto di acquisizioni concluse da fondi di *private equity*, anche di natura subordinata.

Grazie alla propria esperienza, Orrick assiste regolarmente tutti i principali *provider* di debito alternativo, domestici nonché molti fondi paneuropei e globali che sempre di più investono in Italia considerando il nostro mercato in crescita e ricco di opportunità.

Orrick ha pubblicato recentemente un *position paper* su Minibond e Basket Bond, in collaborazione con i principali rappresentanti istituzionali del settore, per diffondere la conoscenza di questi prodotti ideati per supportare la crescita o la ripresa economica delle Piccole e Medie Imprese italiane.

Il Banking Team di Orrick dal 2020 è "Listing Sponsor" di Euronext, segmento Euronext Access Milan, figura prevista dal regolamento di tale segmento, a cui possono accedere solo i maggiori esperti del settore, nonché partner di AIFI con cui collabora annualmente per l'organizzazione del Master sul Private Capital con particolare riferimento al Private Debt.

Sella

Investment Banking

Attraverso Sella Corporate & Investment Banking siamo *partner* strategici dell'imprenditoria italiana, focalizzati nella consulenza e nel reperimento di risorse finanziarie per la realizzazione di iniziative di sviluppo di *business* e, attraverso Sella Financial Markets, siamo *leader* nell'attività di *market making* e *trading* in conto proprio sui mercati domestici.

Con una lunga esperienza di impresa e innovazione, offriamo prodotti di Corporate Investment Banking e servizi di Advisory a PMI, *family business*, *startup* e investitori istituzionali nella realizzazione dei propri progetti di trasformazione e crescita sostenibile, con un *focus* sulle attività di Merger & Acquisition, Private Debt, Leveraged & Acquisition Finance, Venture Capital. Investiamo inoltre capitale proprio nelle aziende con alto potenziale.

Grazie all'eccellente *mix* di competenze quantitative e finanziarie contribuiamo allo sviluppo e alla competitività del nostro paese con l'attività di *market-making* attraverso la quale forniamo costantemente liquidità ai mercati finanziari, in particolare a quelli dei *bonds* e con investimenti mirati nei fondi di *private capital*.

Dal 2019 siamo Listing Sponsor del segmento Euronext Access Milan di Euronext, in cui è stata quotata la maggior parte delle emissioni di *minibond* da noi seguite; dal 2024 siamo Partner di ELITE.

Sella Investment Banking
www.sella.it

PARTNER



BANCA FININT
BEST PEOPLE BEST BUSINESS

www.osservatoriominibond.it



FRIGIOLINI & PARTNERS
MERCHANT



a TeamSystem company



PARTNER
ISTITUZIONALI



MEDIA
PARTNER

