

Le condizioni per la diffusione dei minibond

Fabio Cortese, Loris Di Nallo, Emanuele Renzullo

IPE Working Paper

N. 8

July 25, 2016

ISSN 2284-1229

Le condizioni per la diffusione dei minibond¹

Fabio Cortese, Analyst presso PROMETEIA, Milano.

Loris Di Nallo, Dottorando di Ricerca presso l'Università di Cassino e del Lazio Meridionale

Emanuele Renzullo, Analyst presso Eurizon Capital, Milano.

Abstract

Le crisi economico-finanziarie dell'ultimo decennio hanno colpito pesantemente la struttura del sistema economico italiano, prevalentemente composto di piccole e medie imprese. Considerando l'effetto del razionamento del credito da parte delle banche, dovuto allo scadimento della qualità del portafoglio e alle normative crescentemente restrittive, si è valutato di introdurre nuovi strumenti finanziari che potessero creare dei canali di approvvigionamento alternativi al sistema bancario, tra i quali i minibond. È in quest'ottica che si inserisce l'obiettivo del progetto: esaminare le condizioni per la nascita e lo sviluppo di un mercato che favorisca la diffusione dei minibond ed appurare la eventuale esistenza di vantaggi del ricorso al mercato obbligazionario.

Abstract

In the last decade, the economic and financial crisis hit strongly the Italian structure of economy, which is mainly based on small and medium enterprises. Regarding the effect of credit crunch made by banks, due to decline in the quality of the portfolio and increasing restrictive regulations, it was opted to introduce new financial tools that could create supply channels alternative to the banking system, that are, among others, the minibonds. It is in this view that fits the project's aim: to define the conditions of the origin and the development of a market that could help the propagation and to analyse the possible benefits, if existing, of the recourse to the bond market.

¹ Il presente lavoro è frutto di un *Project Work*, svolto nell'ambito del Master in "Finanza Avanzata e Risk Management" dell'IPE Business School, presso Banca Promos.

1. Contesto economico

Il sistema economico e le effettive modalità del suo dispiegarsi sono strettamente correlate alle dinamiche evolutive della società e del benessere della collettività. Nella convinzione della “vis implicita” del libero mercato, negli ultimi quarant’anni si è assistito nei paesi leader dell’economia mondiale, seppure con andamenti non lineari e ampiamente diversificati per area geografica, ad una progressiva deregolamentazione della normativa in tema bancario, che ha permesso tra l’altro lo sviluppo di un numero straordinario di strumenti finanziari che ha a sua volta ampliato ogni oltre aspettativa il legame esistente tra sistema finanziario ed economico. Questo legame, che ha in qualche modo sovvertito il nesso di pregiudizialità ed effetto tra economia e finanza, è stato messo in luce dalla recente crisi finanziaria del 2008 e, in Europa, dalla crisi del debito sovrano del 2011, che hanno evidenziato i limiti strutturali del sistema economico mondiale ed europeo che ha cominciato a riprendersi solo nell’ultimo trimestre del 2014, ad esito di interventi di natura pubblicistica e dirigistica, che peraltro impattano sia su forme di tutela della libera concorrenza, sia su dinamiche inflazionistiche che a loro volta, in ragione della globalizzazione dei mercati, si riflettono in misura diversificata sul benessere sociale della collettività.

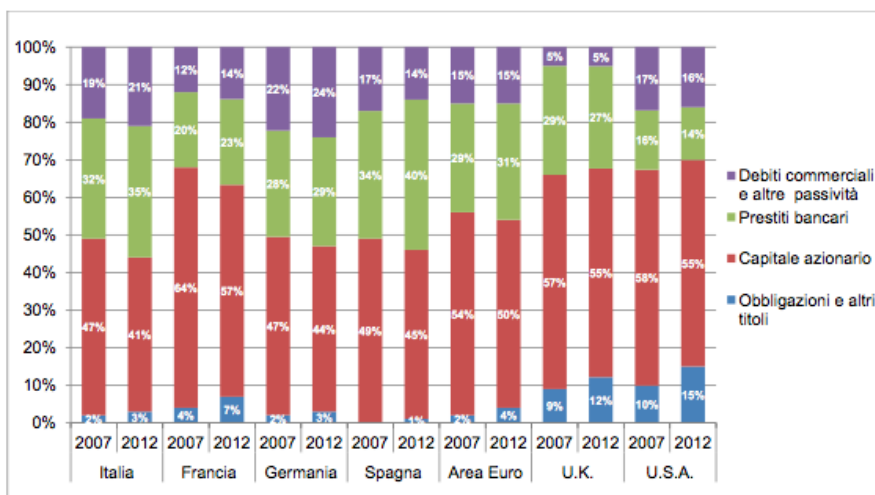
In questo contesto, ed in particolare, un paese come l’Italia, il cui tessuto industriale è formato prevalentemente da piccole e medie imprese, presenta ancora notevoli difficoltà nella ripresa economica. Questa è resa difficile, oltre che da fattori specifici di welfare e d’indebitamento pubblico, dalla presenza di caratteristiche radicate nel mercato creditizio italiano, quali l’esistenza di un sistema orientato al banco-centrismo, di notevoli barriere all’entrata a carico dei soggetti finanziatori esteri, e delle difficoltà che le PMI si trovano ad affrontare per quanto riguarda l’accesso ai canali di finanziamento tradizionali e alternativi.

Dal rapporto Cer-Confcommercio² emerge che ammontano a circa cento i miliardi di mancato credito per le PMI, crollo vertiginoso dovuto soltanto in parte ad una contrazione della domanda ma ancor più al calo del 18% del numero di imprese finanziate. Tali dati fanno riferimento al periodo di recessione, tuttavia guardando al futuro, che sembra prospettare una ripresa generale, sembra difficoltoso pensare che questi cento miliardi vengano facilmente trasferimenti nuovamente dal sistema bancario all’economia reale. Inoltre bisogna considerare che in caso di una ripresa del credito le prime a beneficiarne saranno le *large corporate* e soltanto successivamente le PMI. In sostanza per queste ultime sembra esser

²Cfr. Bella M., “Il problema del credito alle imprese: alcune analisi”, 2015.

necessario cominciare a considerare fonti di approvvigionamento alternative al classico sistema bancario, conseguentemente allentando il banco-centrismo che da sempre contraddistingue l'economia italiana.

Fig. 1 – Divisione delle fonti di finanziamento



Fonte: Politecnico di Milano, 2015.

Il processo di disintermediazione creditizia è progressivamente indefettibile in quanto le banche, anche quelle radicate sul territorio che da sempre sono state una controparte fondamentale delle piccole imprese, hanno dovuto e sempre più dovranno abbandonare l'approccio di *relationship lending*³, a causa delle rigorose norme introdotte dal comitato di Basilea, riducendo quindi la disponibilità di credito.

Le difficoltà di accesso al credito bancario, a favore delle PMI, sono state ampliate sia dall'introduzione degli accordi di Basilea 3, che rendono più stringenti i vincoli di liquidità e patrimoniali a carico delle banche, sia dalla crisi finanziaria, che ha determinato l'insorgere di un elevato numero di sofferenze bancarie e che ha comportato la richiesta, da parte della BCE, della revisione dei bilanci bancari e di ulteriori ricapitalizzazioni: il rafforzamento del rapporto tra mezzi propri ed attività di rischio imposto dalle *Authorities* ha altresì cagionato la riduzione degli attivi e, quindi dei finanziamenti, quale componente a più elevato tasso di incidenza di assorbimento patrimoniale.

³Il *relationship lending* si caratterizza per la natura della relazione che si determina fra banca e impresa all'interno di preesistenti contratti finanziari. Le continue interazioni e il conseguente interscambio informativo possono creare l'opportunità di utilizzare le conoscenze acquisite in un certo momento per tutta la durata della relazione nell'ambito di nuove operazioni di affidamento.

È proprio nel complicato scenario macroeconomico presentato che può svilupparsi uno strumento di finanziamento alternativo a quello bancario: il minibond. È uno strumento obbligazionario emesso dalle piccole e medie imprese e tramite cui queste ultime possono far ricorso, per i propri progetti d'investimento, al mercato del capitale di debito in luogo del credito bancario, auspicabilmente riducendo la dipendenza da quest'ultimo, che caratterizza il sistema finanziario italiano più di ogni altro tra i paesi occidentali, e superare le difficoltà di accesso ai canali di finanziamento tradizionali, amplificate dall'introduzione di Basilea 3. Queste nuove forme d'indebitamento nascono, quindi, allo scopo di ridurre l'eccessivo sbilanciamento della struttura finanziaria delle imprese italiane verso i finanziamenti bancari ed anche per contrastare la difficoltà, da parte delle PMI, di accedere al credito bancario a causa, soprattutto, della stretta creditizia determinata dalla crisi finanziaria del 2008.

Invero, il nostro sistema normativo, che trova la pietra angolare nel codice civile, lascia piena libertà alle parti di negoziare qualsiasi forma contrattuale, purché con gli elementi essenziali leciti e possibili, e quindi anche di escogitare originali forme d'indebitamento: non esiste, infatti, la tassatività delle forme negoziali. Peraltro, la previsione *ex lege* dell'introduzione del minibond nell'ordinamento italiano intende incentivare le PMI a far ricorso a tale strumento allo scopo di dar loro la possibilità di perseguire obiettivi strategici di sviluppo o consolidamento con il ricorso a mezzi propri o alla leva finanziaria. Tuttavia, nonostante l'evoluzione della normativa si sia mossa in tal senso, le PMI non sembrano ancora aver colto le potenzialità di questo nuovo strumento finanziario, messo a loro disposizione dall'ordinamento italiano.

2. L'evoluzione della normativa

Al fine di incentivare la ripresa e lo sviluppo economico in Italia, a seguito delle crisi finanziaria e del debito sovrano che hanno messo in ginocchio il nostro Paese, provocando la riduzione del PIL e la stagnazione della domanda di beni e servizi, il governo italiano ha deciso di vagliare, all'interno dell'ordinamento, una nuova normativa volta a favorire la ripresa del paese. Questa è rivolta, in particolar modo, alle piccole e medie imprese⁴, che rappresentano

⁴Definizione che si riferisce, per ciò che concerne le piccole imprese, a tutte quelle aziende con un numero di dipendenti compreso tra le 10 e le 50 unità ed il cui fatturato non supera i 10 milioni di euro mentre, per ciò che concerne le imprese di medie dimensioni, ci si riferisce a tutte quelle aziende con un numero di dipendenti compreso tra le 50 e 250 unità ed il cui fatturato non supera i 50 milioni di euro.

la spina dorsale del tessuto industriale italiano, e quindi soltanto con un loro netto miglioramento si potrà assistere ad una consistente ripresa e crescita dell'Italia.

La normativa di riferimento è quella relativa al Decreto Sviluppo del 2012 (d.l. 22 giugno 2012, n. 83) convertito, con modificazioni, dalla L. 7 agosto 2012, n. 34 cui, successivamente, sono state previste modifiche ed incentivazioni con il Decreto Sviluppo bis (d.l. 18 ottobre 2012, n. 179) convertito dalla L. 212/2012 e del Piano Destinazione Italia (d.l. 23 dicembre 2013, n. 145) convertito dalla L. 9/2014. I primi due decreti si sono proposti di allineare la normativa, in tema di regime civile e fiscale, a quella europea. Il Piano Destinazione Italia ha inteso di rafforzare le forme di finanziamento alternative a quelle tradizionali, con interventi in tema d'imposta sostitutiva e di cartolarizzazioni, queste ultime al fine di concretizzare l'interesse degli investitori istituzionali all'acquisto dei minibond, e si è prevista anche la formulazione di una garanzia tramite la creazione del Fondo centrale per le piccole e medie imprese. Infine, il Decreto Competitività (d.l. 91/2014), convertito dalla L. 116/2014, ha introdotto ulteriori novità in materia di minibond.

2.1. Decreti Sviluppo

Il Decreto Sviluppo prima, e il Decreto Sviluppo *bis*, poi, hanno portato all'introduzione ed allo sviluppo del nuovo strumento finanziario rappresentato dai minibond: titoli di debito nati per favorire l'accesso al mercato dei capitali alle piccole e medie imprese. Lo scopo della normativa è di incrementare la capacità di attrazione di finanziamenti da parte delle PMI con uno strumento alternativo rispetto alle forme di finanziamento tradizionali, di fatto, concentrate sul sistema bancario italiano. Si è tentato, in questo modo, di sostenere la ripresa e lo sviluppo delle PMI, quali aziende di dimensione caratterizzante il tessuto industriale italiano.

La nuova normativa, a partire dal 2012, si è posta l'obiettivo di ampliare le opportunità ed il sostegno a favore delle piccole e medie imprese con interventi che rendano tali società, non quotate, in grado di attrarre finanziamenti tramite l'emissione di titoli a breve, le cambiali finanziarie, e a medio/lungo termine, i minibond. Questi due decreti sono intervenuti al fine di rendere il regime civile e fiscale italiano più favorevole per il sostenimento del finanziamento delle PMI attraverso la rimozione dei vincoli amministrativi, oltre che parificare il finanziamento sul mercato del debito, in termini di deducibilità dei costi, rispetto al finanziamento attraverso il tradizionale canale bancario.

Come anticipato, il Decreto Sviluppo e il Decreto Sviluppo bis hanno reso omogenea la disciplina civilistica e fiscale tra società quotate e non quotate in modo tale da rendere più agevole l'emissione del nuovo strumento finanziario: in pratica vengono superati i limiti previsti dall'art. 2412 del codice civile in materia di emissioni obbligazionarie, ossia quelli relativi alle società non quotate in base al quale non possono emettere obbligazioni per un ammontare pari al doppio del proprio patrimonio netto. Tale limite può essere superato a condizione che le obbligazioni emesse siano destinate alla quotazione su mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione.

Dal punto di vista fiscale, per quanto riguarda la deducibilità degli interessi passivi per gli emittenti, secondo le disposizioni previgenti, gli interessi passivi erano deducibili per la sola quota-parte inferiore o pari:

- al doppio del tasso ufficiale di riferimento stabilito dallo Stato per i titoli di debito negoziati sui mercati regolamentati in UE inclusi nella cosiddetta "*white list*"⁵;
- al tasso ufficiale moltiplicato per 5/3, per i titoli di debito non inclusi nella lista sopracitata.

Per i titoli emessi da società con azioni non quotate, escluse le banche e le microimprese, e negoziati su mercati regolamentati, gli interessi passivi sono diventati deducibili ai fini dell'IRES entro il 30% del margine operativo lordo. Nel caso di titoli non quotati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione, gli interessi passivi sono diventati deducibili fino al 30% del margine operativo lordo soltanto se i titoli sono detenuti da investitori qualificati che non detengono una quota superiore al 2% del capitale della società emittente e a condizione che il beneficiario dei proventi sia residente in Italia o in nazioni che garantiscano un adeguato scambio di informazioni.

Il Decreto Sviluppo ha inoltre ampliato la validità del regime fiscale sugli interessi percepiti dagli investitori previsto dal d.l. 239/1996 anche alle società per azioni i cui titoli sono negoziati in sistemi multilaterali di negoziazione e alle società non quotate. In particolare l'imposta sostitutiva pari al 20%, poi elevata al 26% dal 1 luglio 2014, si applica agli interessi e proventi provenienti da:

⁵I Paesi White lista sono quelli che, aderendo ad una serie di accordi internazionali "comunicano", ossia rendono disponibili, le informazioni fiscali inerenti gli investimenti nel loro territorio. Nello specifico, intendiamo gli investimenti in obbligazioni e titoli similari, di carattere sia pubblico che privato, compiuti da cittadini anche Italiani.

- titoli obbligazionari e simili emessi da banche, società per azioni quotate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di Paesi appartenenti all'Unione Europea o inclusi nella "white list";
- titoli obbligazionari e simili emessi da enti pubblici;
- titoli obbligazionari e simili emessi da società non incluse nei due punti precedenti negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di Paesi appartenenti alla "white list".

Un'ulteriore agevolazione introdotta è quella della deducibilità delle spese di emissione. Quest'ultime si riferiscono alle spese per le commissioni rivolte all'*arranger*, agli *advisor*, alle società che emettono il rating, alle commissioni di collocamento, ai compensi professionali e a tutte le altre spese relative all'emissione. Tutte queste spese sono ora deducibili nell'esercizio in cui sono state sostenute, secondo il principio di cassa.

In conclusione, si può dire che i Decreti Sviluppo e Sviluppo bis hanno avuto il merito di rendere la disciplina in tema di minibond meno articolata e complessa per le piccole e medie imprese, al fine di agevolare l'emissione del nuovo strumento finanziario per le PMI con la rimozione del limite presente a livello civilistico, supportato anche dallo sviluppo del mercato ExtraMot PRO il cui tentativo è stato quello di creare un mercato secondario sul quale i nuovi titoli di debito potessero essere negoziati ma anche quello di allineare la disciplina fiscale tra società quotate e non quotate; in questo modo si è favorita l'emissione di titoli di debito anche per le PMI.

La riforma ha infine equiparato il regime fiscale applicabile alle obbligazioni emesse tra società quotate e non quotate a condizione che tali titoli siano quotati su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione.

2.2. Destinazione Italia

Il decreto 145/2013, convertito dalla Legge 9/2014, disciplina il Piano Destinazione Italia in cui sono state approvate importanti misure al fine di rafforzare le forme di finanziamento di medio-lungo termine alternative o complementari a quelle bancarie.

Le disposizioni più rilevanti apportano novità riguardo alla cartolarizzazione dei titoli obbligazionari, il privilegio speciale e l'imposta sostitutiva.

Per quanto riguarda la cartolarizzazione dei titoli, la finalità di questo provvedimento è stata quella di favorire la nascita di nuovi fondi che investano in minibond, e quindi sostenerne la domanda: l'obiettivo è quello di favorire l'acquisto dei titoli di debito da parte di investitori istituzionali. Un'importante innovazione è stata la possibilità per le società assicurative di considerare i mini-bond come strumenti utili per la copertura delle riserve tecniche, aprendo quindi un mercato potenzialmente rilevante. Al contempo, la cartolarizzazione è un presupposto per la circolazione dei titoli non soltanto sul mercato primario, ma anche sul secondario: l'auspicabile crescita dello spessore delle negoziazioni agevolerà la formazione di un prezzo trasparente, e quindi di una valutazione di mercato dell'emittente, e la possibilità di gestire dinamicamente i portafogli degli investitori istituzionali. Da qui fra l'altro deriva una delle ragioni del continuo coinvolgimento delle banche, non più soltanto quali soggetti prestatori di denaro bensì quali *advisors, arrangers, brokers* o *supporters*. Il Decreto Destinazione Italia ha inoltre eliminato la ritenuta d'acconto del 20% sugli interessi e proventi relativi ai mini-bond sottoscritti da fondi d'investimento mobiliare con quote possedute soltanto da investitori qualificati e il cui patrimonio sia investito esclusivamente in minibond. Per facilitare alle imprese italiane l'accesso a risorse finanziarie, in particolare a canali alternativi a quello bancario, è stato esteso il privilegio speciale sui beni mobili destinati all'attività dell'impresa contenuto nell'art. 46 del d.l. 385/1993 anche a garanzia delle emissioni obbligazionarie. La nuova norma permette alle imprese di utilizzare a garanzia i beni destinati alla propria attività. Il privilegio speciale è definito come una garanzia più efficiente rispetto alle tipiche garanzie reali, come ad esempio l'ipoteca ed il pegno. Questo favorisce le PMI, spesso prive di proprietà immobiliari di alto valore, e permette loro di investire in beni funzionali all'attività d'impresa, offrendo allo stesso tempo una maggiore tutela per gli investitori e permettendo una riduzione del costo del capitale. In attuazione della Legge, la copertura del Fondo di Garanzia per le PMI è stata estesa alle sottoscrizioni di mini-bond da parte d'investitori qualificati. In particolare si tratta di uno stanziamento destinato per il 40% a garanzia su operazioni singole e per il restante 60% a garanzia sui portafogli di mini-bond. Le concessioni delle garanzie riguardano operazioni di sottoscrizione di obbligazioni emesse da PMI.

In conclusione, il Decreto Destinazione Italia ha avuto l'obiettivo di ampliare la diffusione del nuovo strumento di *corporate finance* a disposizione delle PMI in seguito all'introduzione dei Decreti Crescita. Tutto ciò è potuto avvenire intervenendo ulteriormente in termini di regime fiscale; tuttavia, le maggiori novità sono quelle che hanno favorito le cartolarizzazioni consentendo di impacchettare le mini obbligazioni e renderle, quindi, più

appetibili per gli investitori istituzionali. Ulteriore novità è la possibilità di utilizzare le obbligazioni ed i titoli cartolarizzati come attivi a copertura delle riserve tecniche delle imprese di assicurazione. Infine si è prevista la creazione di un Fondo a garanzia delle piccole e medie imprese.

2.3. Decreto Competitività

Infine, il Decreto Competitività contiene un pacchetto di misure volte a migliorare la competitività delle imprese italiane apportando, fra l'altro, ulteriori novità sul tema dei mini-bond. Per quanto riguarda il finanziamento creditizio, viene stabilito che le compagnie assicurative e le società di cartolarizzazione possano concedere credito diretto alle imprese, possibilità introdotta anche per i fondi di investimento. È inoltre eliminata la ritenuta di acconto sui finanziamenti di medio-lungo termine concessi da fondi e compagnie d'assicurazione esteri, al fine di favorire l'arrivo di capitali stranieri per la crescita. Un primo provvedimento è l'eliminazione della ritenuta d'acconto del 26% sugli interessi e sui proventi di obbligazioni anche non quotate in sistemi multilaterali come ExtraMot PRO, purché collocate a investitori istituzionali. È poi estesa l'imposta sostitutiva anche alle cessioni di crediti garantiti. Infine i sottoscrittori non devono più sostenere imposte gravose per trasferire le garanzie accessorie, e viene estesa l'esenzione da ritenuta d'acconto sugli interessi e i proventi delle obbligazioni e titoli simili corrisposti a società di cartolarizzazione che li sottoscrivono.

In conclusione, la finalità ultima di questo decreto è stata quella di integrare il quadro normativo relativo alle nuove emissioni obbligazionarie cercando di renderle sostenibili per tutte quelle PMI, quotate e non, che intendano sfruttare le possibilità offerte da questi canali di finanziamento alternativi a quelli tradizionali in tema di crescita e sviluppo, sia esterno che interno, della propria impresa. È sulla base di questo complessivo quadro normativo, e sulle sottese finalità, che si è preceduto ad una analisi volta ad appurare la percezione dei nuovi strumenti dai possibili fruitori, e l'eventuale iato tra finalità della normativa e sua prima attuazione.

3. Gli attori del minibond

Nel processo di disintermediazione gli istituti finanziari non escono dal gioco ma cambia solamente il loro ruolo. In tal contesto si inserisce lo strumento dei minibond, pensato appositamente per le PMI. Tuttavia affinché tal strumento possa assolvere al meglio la sua funzione sono necessarie talune condizioni. L'emissione di minibond prevede la partecipazione di tre attori principali: impresa

emittente, *arranger* e mercato. Lo strumento riscuote successo solamente se tutti gli attori sono soddisfatti quanto al raggiungimento dei propri obiettivi.

Da una parte abbiamo il soggetto emittente, l'impresa, la quale deve principalmente avere una visione di medio/lungo periodo e non avere come orizzonte temporale semplicemente il presente, scegliere gli strumenti adatti, vagliare le diverse opzioni, esser il più trasparente possibile e adempiere agli obblighi di *disclosure*, che nel caso specifico si sostanziano nella certificazione del bilancio, pratica che potrebbe esser poco digeribile soprattutto nel caso di piccole imprese.

Legati in maniera indissolubile alle imprese vi sono gli intermediari istituzionali. Questi devono esser capaci di creare una forte condivisione di obiettivi con l'impresa, una sorta di *commitment*. Il loro obiettivo principale è aiutare l'impresa a guadagnare di più, ma il vero valore è sempre e comunque apportato dall'impresa stessa. Affinché ciò sia possibile, deve instaurarsi un rapporto leale, veritiero e corretto fra le parti dall'origine fino all'estinzione del minibond. L'intermediario è il direttore d'orchestra ed ha anche l'obbligo di controllare l'emittente nel periodo post emissione, per accertare che i fondi siano utilizzati in modo coerente rispetto al programma, in quanto garante della solidità dell'impresa. È vero che a svolgere molte di queste attività può essere un intermediario diverso dalla banca, ad esempio una SIM, ma l'istituto di credito continua a essere la figura che più di ogni altra riassume potenzialmente molte competenze necessarie⁶ che, ove riunite, possono tradursi in benefici di costo e di temi realizzativi.

Altro compito di pertinenza dell'intermediario è quello della valutazione dell'impresa e del conseguente *pricing*. Questa funzione risulta esser collegata con il terzo attore, il mercato. L'intermediario deve fare un'analisi attenta in modo da individuare il prezzo migliore che possa accogliere il mercato. Nel caso dei minibond, non essendo sviluppato un mercato secondario efficiente che possa *ex-post* determinare un prezzo corretto, tale fase risulta ancor più critica, nonostante gli sforzi profusi in questa direzione tramite la costituzione del mercato ExtraMOT PRO. In generale *arranger* e impresa devono saper esporre al mercato il perché della scelta del minibond piuttosto che di un altro strumento e individuare un prezzo che soddisfi il mercato e l'impresa stessa.

Dopo aver esposto succintamente in termini macro le condizioni giuridiche che sottendono l'*imprinting* alla espansione dei minibond, l'obiettivo che si prefigge il presente lavoro è quello di condurre un'analisi sulle prime emissioni per comprendere se i minibond possano rappresentare veramente, in concreto, uno strumento di finanziamento alternativo al canale bancario e, in caso positivo, quali possono essere le condizioni fattuali di successo dello stesso affinché le piccole e medie imprese decidano di ricorrere al mercato obbligazionario anziché ai canali di finanziamento classici.

⁶Queste competenze sono: screening del merito creditizio dell'impresa; vision dei mercati; relazioni con investitori e Authorities di settore; know-how normativo; possibilità di erogare credito

4. Il questionario

Il lavoro è stato imposto in maniera marcatamente operativa tramite la formazione di un dataset per analizzare la fattibilità dello strumento. Si è proceduto con l'elaborazione di due questionari informativi: il primo rivolto alle sole imprese emittenti di minibond, restringendo il campo a quelle, sull'intero territorio nazionale, che avessero emesso tale obbligazione da almeno sei mesi e che avessero pagato almeno una cedola; il secondo, invece, interessava le imprese campane rientranti in una fascia di fatturato annuo tra i 10 e 100 milioni di euro, in modo tale da considerare le sole PMI⁷.

L'obiettivo del lavoro è quello, nel primo caso, di misurare il livello di soddisfazione delle imprese che avessero già effettuato una emissione di minibond e di individuare profili comuni, a partire dalla scelta dello strumento di debito e dal livello di consapevolezza delle coordinate tecniche della propria impresa, fino alla natura della relazione con l'intermediario ed all'esito della emissione, ricorrenti tra queste aziende. Per fare ciò, l'intervista ha elaborato domande specifiche che facessero emergere i motivi per cui fosse stata richiesta l'emissione di minibond, l'esistenza di un piano industriale e le sue linee guida, oltre che una correlazione tra la strategia di business e l'emissione. Si è anche previsto che l'intervista evidenziasse il livello di autonomia dell'imprenditore nella scelta dell'utilizzo dello strumento e degli attori necessari, un'eventuale confronto con forme di finanziamento tradizionali, tempi e costi necessari affinché l'operazione andasse in porto, i vantaggi e gli svantaggi attesi prima dell'emissione ed il livello di apprezzamento dato da tale nuovo strumento.

Nel secondo caso, l'intervista si è prefissa l'obiettivo di appurare, l'esistenza di un piano industriale di medio/lungo periodo con le relative linee guida, il livello di conoscenza, da parte degli emittenti potenziali, del nuovo strumento obbligazionario, i vantaggi e gli svantaggi attesi da un'eventuale emissione, tempi e costi percepiti dell'operazione rispetto al ricorso a una forma di finanziamento tradizionale.

In entrambi i questionari, le domande hanno ipotizzato uno schema tendenzialmente libero di risposte, anche se a fini esemplificativi sono state di regola fornite soluzioni di uscita in misura non inferiore a tre/quattro.

⁷In tal caso per la definizione di PMI non si è fatto riferimento alla raccomandazione 2003/361 CE, la quale indica tre parametri quantitativi da rispettare per l'identificazione, ma si è optato per un soggettivo limite attinente unicamente alla voce del fatturato annuo.

Fig. 2 – Questionario per le aziende emittenti

QUESTIONARIO INFORMATIVO

Nome Società _____

Responsabile Relazioni Esterne _____

1.1) La società ha definito un Piano Pluriennale (strategico/industriale o un business plan)?

Sì No

1.2) Su quanti anni si articola tale Piano?

- 1-2 anni
- 3 anni
- 4 anni
- 5 anni
- oltre 5 anni

1.3) Quali sono le linee guida del piano?
(possono essere indicate diverse opzioni)

- Crescita per linee interne
- Crescita per linee esterne
- Razionalizzazione dei processi produttivi e/o commerciali
- Altro (da specificare)

2.1) Perché è stata scelta la leva finanziaria del minibond?
(possono essere indicate diverse opzioni)

- Complessiva correlazione finanziaria dei flussi attivi e passivi
- Connessione con singoli investimenti
- Coerenza con le strategie pluriennali
- Altro (da specificare)

2.2) La scelta del minibond è stata correlata alle strategie delineate nel piano pluriennale?

Sì No

2.3) È stato effettuato un confronto anche con altre forme di finanziamento? Se sì, quali?
(possono essere indicate diverse opzioni)

Sì

No

- Prestito chirografo
- Apertura di credito in conto corrente
- Factoring
- Mutuo
- Altro (da specificare)

3.1) La scelta del ricorso al minibond è stata assunta autonomamente o suggerita da controparti finanziarie?

Autonoma

Suggesta

3.2) La società ha valutato opzioni offerte da intermediari diversi?

Sì

No

3.3) Quale arranger ha accompagnato l'operazione?

- Istituto bancario
- Altro intermediario finanziario

3.4) Specificare il nome

3.5) Perché ha scelto un altro intermediario finanziario anziché una banca come arranger dell'operazione?

4.1) A quanto ammontano in percentuale i costi complessivi (legali, di advisory, arrangements, rating, etc) sull'ammontare dell'emissione?

- Meno del 2.5%
- Tra il 2.5% e il 3.5%
- Tra il 3.5% e il 4.5%
- Oltre il 4.5%

5.1) Quanto tempo è trascorso dal primo contatto con l'arranger sino alla data di emissione?

- Meno di 8 settimane
- Tra 8 e 12 settimane
- Tra 12 e 18 settimane
- Oltre le 18 settimane

6.1) Quali sono stati i pro e i contro riscontrati dalla fase di strutturazione dell'emissione fino ad ora?
(possono essere indicate diverse opzioni)

Pro:

- Non segnalazione nella Centrale dei Rischi
- Pubblicità
- Miglior rapporto con le controparti
- Altro (da specificare)

Contro:

- Costi sostenuti
- Revisione del bilancio obbligatoria
- Altro (da specificare)

6.2) Quali vantaggi si ipotizza di poter ancora ottenere fino alla scadenza del minibond?

7.1) L'operazione effettivamente realizzata è differente da quella inizialmente ipotizzata? Se sì, in quale parametro è risultata difforme?

(possono essere indicate diverse opzioni)

 Sì No

- Tasso
- Durata
- Importo
- Covenant
- Modalità di uscita
- Altro (da specificare)

8.1) E'ipotizzabile, a scadenza o anche in un periodo precedente, di ricorrere di nuovo a tale modalità di finanziamento? Se no, perché?

 Sì No

Fig. 3 – Questionario per le potenziali aziende

QUESTIONARIO INFORMATIVO	
Nome Società	_____
Nome Responsabile	_____
1.1) <u>La società ha definito un Piano Pluriennale (strategico/industriale o un business plan)?</u>	
<input type="checkbox"/> Sì	<input type="checkbox"/> No
1.2) <u>Su quanti anni si articola tale Piano?</u>	
<input type="radio"/> 1-2 anni	
<input type="radio"/> 3 anni	
<input type="radio"/> 4 anni	
<input type="radio"/> 5 anni	
<input type="radio"/> oltre 5 anni	
1.3) <u>Quali sono le linee guida del piano?</u> (possono essere indicate diverse opzioni)	
<input type="radio"/> Crescita per linee interne	
<input type="radio"/> Crescita per linee esterne	
<input type="radio"/> Razionalizzazione dei processi produttivi e/o commerciali	
<input type="radio"/> Altro (da specificare)	
<div style="border: 1px solid black; height: 30px; width: 100%;"></div>	
2.1) <u>Conosce lo strumento dei minibond?</u>	
<input type="checkbox"/> Sì	<input type="checkbox"/> No
2.2) <u>Se sì, Le hanno mai proposto un'operazione di emissione dei minibond?</u>	
<input type="checkbox"/> Sì	<input type="checkbox"/> No

2.3) Quali sono, secondo Lei, i pro e i contro dei minibond?

(possono essere indicate diverse opzioni)

Pro:

- Non segnalazione nella Centrale dei Rischi
- Pubblicità
- Miglior rapporto con le controparti
- Altro (da specificare)

Contro:

- Costi sostenuti
- Revisione del bilancio obbligatoria
- Altro (da specificare)

3.1) Conosce i diversi costi che ricorrono nelle operazioni di finanziamento in generale?

 Sì No

3.2) Conosce i costi inerenti all'emissione dei minibond?

 Sì No

4.1) Conosce i tempi necessari per strutturare un'emissione di minibond?

 Sì No

4.2) Quali sono i tempi medi che ha dovuto affrontare per usufruire di canali di finanziamento classici?

Va osservato che a causa dell'insufficiente numero di risposte ricevute, lo studio non potrà assumere un valore significativo dal punto di vista statistico; è tuttavia risultato sicuramente un ottimo punto di partenza per l'indagine in ragione di fattori comuni che hanno caratterizzato i riscontri ricevuti.

La prima condizione, lapalissiana e tuttavia da appurare necessariamente, è stata la conoscenza da parte del *management* dello strumento. Come si evince dal I° Report italiano sui minibond predisposto da Deloitte nel febbraio 2015, lo strumento è stato adoperato maggiormente da *large corporate* fino a tutto il 2014. Su 86 emissioni, solamente 34 sono riconducibili alle PMI. A tal proposito, come anticipato, si è condotto un tentativo analogo di somministrazione di un questionario alle PMI campane. Ciò che deve desumersi da risposte negative alla domanda "Conosce i minibond?", ma plausibilmente anche dalle mancate risposte, è la prevalente non conoscenza di questa forma di finanziamento. Il tutto potrebbe essere ascrivibile alla scarsa cultura manageriale presente nelle PMI, prevalentemente società di tipo familiare, ove l'imprenditore spesso ricopre anche la carica di *manager* ed è restio ad avvalersi di professionisti, i quali hanno una conoscenza più approfondita di tutte le opportunità esistenti per l'impresa, a causa della diffidenza nutrita nei loro confronti e del desiderio che la proprietà rimanga in ambito familiare. Quindi le imprese dovrebbero sopperire alla mancanza di una struttura adeguata del governo societario. In particolare, viene a mancare la funzione della finanza laddove l'imprenditore attribuisce storicamente priorità ad aspetti tecnici e commerciali. Al contrario, l'imprenditore dovrebbe considerare non meramente occasionale, bensì fondamentale, anche la funzione finanziaria dedicando a questa uno sforzo non marginale rispetto a quello impiegato per le funzioni primarie. Laddove l'apporto di tale funzione non va circoscritto a meri risvolti di tesoreria e di gestione di una sorta di correlazione delle scadenze, ma anche a quello di interpretare in ottica dinamica e finanziaria i piani strategici dell'impresa: invero, come si è appurato dalle risposte a domande successive, l'esistenza di un piano pluriennale non può essere dato per scontato nelle PMI italiane.

Enunciata la condizione pregiudiziale per l'utilizzo dei minibond, la prima variabile da tenere in considerazione è stata reputata l'esistenza di un piano pluriennale all'interno dell'impresa. Ciò che ci si attende è la presenza di un documento di programmazione, in quanto ciò indica un'ipotesi di crescita e non la ricerca di mere occasioni sinergie di costo. Dai risultati emerge la comprensione di questa criticità, di fatti tutte le aziende emittenti hanno dichiarato di essere dotate di un piano strategico. Importante risulta essere anche l'arco di tempo ricoperto dal piano. La durata minima accettabile è quella dei 3 anni, considerato che il termine minimo dei minibond è lo stesso, altrimenti sfociandosi, per durate minori, in altre forme di raccolta, ivi comprese quelle delle cambiali finanziarie. Anche questa condizione è soddisfatta: il 66,7% del campione dichiara di avere un piano a 5 anni, mentre il restante 33,3% a 3 anni. Tale dimensione è importante, in quanto fa ragionevolmente supporre che le imprese che decidono di utilizzare i minibond hanno le idee chiare a riguardo un futuro che intendono pianificare senza essere succubi, senza limitarsi ad orizzonti temporali più contenuti.

Altra dimensione indagata del piano pluriennale sono le linee guida presenti. L'obiettivo preponderante che emerge è quello della crescita, perseguibile sia per vie interne sia esterne. Questo dato sembra ben conciliarsi con la natura dello strumento, che può consentire nella forma "bullet", lato impresa, una raccolta iniziale a fronte di soli interessi periodici e rimborso soltanto a scadenza. In tal modo l'impresa può soddisfare il fabbisogno finanziario richiesto da un *business plan* di tipo strategico e, inoltre, ha tempo di completare il suo processo di crescita che in futuro produrrà i flussi di cassa necessari per ripagare il debito contratto. Quindi condizione ricorrente percepita dalle imprese per l'efficacia dei minibond è la presenza di un piano strategico, articolato perlomeno sui 3 anni, e che preveda ipotesi di crescita.

La domanda successiva riguarda il perché della scelta della leva finanziaria dei minibond. Punto cardine da cui bisognerebbe partire è la coerenza dello strumento con il piano strategico, il che viene percepito quale sintomo di una ragionevole definizione degli obiettivi e ottimizzazione delle risorse. Tale presupposto è rispettato in quanto la risposta predominante indica il motivo suddetto.

Altra tematica trattata è quella del confronto consapevole con il mercato, sia sotto il punto di vista delle forme di finanziamento alternative, sia degli attori. Per quanto riguarda il primo punto è chiaro che il *management* dell'impresa è chiamato a vagliare tutte le opportunità possibili: nella realtà ciò appare tendenzialmente rispettato, in quanto l'intero campione asserisce di aver valutato altre opzioni di finanziamento. Il *competitor* principale dovrebbe essere rappresentato dal mutuo, essendo il più assimilabile, nelle sue diverse estrinsecazioni, sotto il profilo della durata e della distribuzione dei flussi di cassa: in effetti, l'80% degli intervistati dichiara di aver confrontato la scelta del minibond principalmente con il mutuo. Strumento, quest'ultimo, che continua logicamente a essere il più adoperato dalle PMI, e non certo soltanto in ragione della giovane età del minibond, fruibile soltanto dal 2012. Connesso a ciò è il tema, già citato, della non conoscenza dello strumento neonato da parte delle imprese più piccole, quello di parametri normativi ben delineati, ma soprattutto quello della natura dell'impresa familiare italiana, per tale intendendosi, quella impermeabile a influenze esterne, e quello dei costi effettivi. Il motivo per il quale le imprese preferiscono affidarsi al mutuo è dovuto anche alle coordinate tecniche delle aziende, che opportunamente ritengono di avvalersi dell'indebitamento a medio e lungo termine per il finanziamento di attività di pari durata, ma che ancora non si sono poste il tema del confronto con nuove forme tecniche dall'analogo orizzonte temporale. Sotto questo punto di vista, la disponibilità a un percorso di maggiore trasparenza della situazione patrimoniale e finanziaria dell'impresa, dovrebbe far considerare il minibond come uno strumento "educativo", che possa agevolare un cambiamento strutturale del settore produttivo italiano.

Per quanto concerne invece gli attori, la prima domanda posta è se la decisione di utilizzare il minibond sia stata assunta in maniera autonoma o sotto il suggerimento di controparti finanziarie. La risposta ideale sarebbe la prima, manifesto di un governo d'impresa aggiornato ed efficace. I risultati invece mostrano un parziale riconoscimento di tale caratteristica, di fatti soltanto nel 60% dei casi la

scelta è stata autonoma. Ciò nonostante il dato non è così preoccupante, poiché essendo recente lo strumento, e non da tutti padroneggiato, è utile al fine del suo sviluppo che esso sia proposto dalle professionalità competenti. L'unica controindicazione rilevabile è la possibilità che il suggerimento da parte degli intermediari, e nello specifico da parte delle banche, possa essere caratterizzato da conflitti d'interesse, ad esempio con il fine di evitare l'affidamento, evitando in tal modo l'accantonamento e l'assunzione del rischio, oppure al fine di lucrare maggiori commissioni. Se questo fosse vero in qualche caso, l'utilizzo del minibond potrebbe esser stato non ragionevole rispetto alle necessità aziendali. A sostegno di questa tesi giunge il quesito dal quale si evince che nel 60% dei casi il *management* non ha valutato opzioni offerte da intermediari diversi. Per contro, la dichiarata consapevolezza della coerenza dello strumento rispetto al piano strategico milita a favore di una scelta adeguatamente valutata, e quindi in grado di presidiare il rischio di un interesse non coincidente con quello dell'emittente.

Quanto alla natura dell'intermediario, il campione che ha risposto al questionario ha scelto come *arranger* solamente intermediari bancari. La scelta probabilmente è motivata dal fatto che gli istituti di credito sono visti nel panorama economico come i migliori valutatori del credito e quindi della solvibilità di un'azienda. Altra ragione potrebbe essere individuata nel fatto che le imprese, soprattutto le più piccole, nella maggior parte della loro vita fanno riferimento soltanto a banche per ciò che concerne l'approvvigionamento finanziario. Di fatti, nel solo caso di operazioni straordinarie d'impresa, come ad esempio per forme di finanza strutturata e la ricerca di capitale di rischio, si fa riferimento a entità differenti dagli istituti bancari. Pertanto, è intuibile che la scelta di affidarsi agli intermediari bancari come *arranger* dell'operazione, sia dovuto alla *forma mentis* propria del tessuto industriale italiano.

Passando al capitolo costi, l'attenzione si è focalizzata sui costi *one-off*, che comprendono, in termini *all inclusive*: costi legali, commissioni da destinare all'*arrangere* ai revisori, a Borsa Italiana S.p.a. e infine alle agenzie di rating. Nella situazione ideale l'ammontare di tali costi dovrebbe aggirarsi nel *range* 60 a 100 mila euro. Nella domanda posta viene chiesto di indicare il peso percentuale rispetto all'emissione totale ed è significativo il fatto che nel 40% del campione superi il 4,5%, pur a fronte di una mediana ipotizzata nell'ordine del 3,5%. Ciò significa che in concreto, a fronte di emissioni con durata tendenzialmente tra 4 e 5 anni⁸, al rendimento facciale che il bond è chiamato a riconoscere deve plausibilmente aggiungersi un altro costo annuo in ragione dell'1% circa. Invero, e nonostante il contenuto numero di riscontri ricevuti, l'analisi più nello specifico del dato rileva che le emissioni rientrerebbero nel *range* indicato più prossimo al 3,5%: il fatto è che da un lato vi sono costi fissi, non parametrati all'emissione quale quelli di revisione e di rating, e che dall'altro qualche emissione era stata ipotizzata per un ammontare maggiore di quello effettivamente realizzato. Ne consegue che la variabile del volume è rilevante al fine di distribuire al meglio i costi *one-off*, e che

⁸Dati emergenti dallo studio di Deloitte.

un'emissione efficiente in termini di costi dovrebbe esprimere un taglio non inferiore a 3 milioni di euro. Quest'ultima considerazione rileva anche in considerazione di tutte le variabili da esaminare in termini aggregati: atteso che le microimprese non possono emettere minibond, e che il parametro rilevante del fatturato pretende un livello non inferiore ad euro 10 milioni, è ancora fondamentale richiamare il ruolo della previa valutazione finanziaria del deal da parte dell'imprenditore, alla luce di un'adeguata compartecipazione di mezzi propri e indebitamento al fatturato complessivo dell'impresa. Come anticipato, ciò presuppone lo *shift* verso l'alto di un'attività da artigianale a imprenditoriale, con il possesso da parte del top management di tutte le coordinate tecniche aziendali, siano esse patrimoniali, di rischio, finanziarie o organizzative. Più semplicemente, e banalmente, un imprenditore che non abbia valutato preliminarmente la congruità dei costi che va a sostenere con l'emissione di un minibond, alla luce dei vantaggi che lo stesso strumento può portare, è un imprenditore poco lungimirante e di certo non bene assistito dalla sua struttura o dal suo consulente. In questo malaugurato caso, non farebbe bene il suo mestiere né l'imprenditore, né l'*advisor*.

Il quesito successivo si sofferma sul tempo che intercorre dal primo contatto con l'*arranger* e l'effettiva emissione. Le esposizioni condotte da diversi studi legali, Allen & Overy e Zitiello & Associati⁹, suggeriscono un tempo medio di 10/12 settimane per strutturare un'operazione di emissione dei Minibond, così suddiviso: 20 giorni per lo studio sulla fattibilità dell'operazione e *due diligence* fiscale e legale; 10 giorni per la strutturazione del prestito obbligazionario e attribuzione del rating; 40 giorni per redazione del documento di quotazione, ricerca degli investitori interessati, delibera di emissione del prestito obbligazionario; 10 giorni per il collocamento del Minibond. Nella realtà questi tempi teorici sono leggermente più lunghi. Nel 60% dei casi il tempo indicato è fra le 12 e le 18 settimane. Questo potrebbe esser causato sia da un ritardo di adempimenti da parte della stessa impresa emittente, sia da un ritardo di processo all'interno dell'intermediario. Si ipotizza un tempo più breve nei casi in cui a strutturare l'operazione sia una controparte finanziaria con cui già sono intercorsi rapporti e meglio ancora se essa si occupa di tutte le fasi, fungendo da *global advisor*. Il rispetto dei tempi è caratteristica molto importante, in quanto in tal modo si permette l'inizio del piano aziendale di crescita in linea con le ipotesi pianificate, fattore che in un mondo sempre più globalizzato e che tende ad esser dinamico e pieno di cambiamenti rapidi può risultare di grande rilievo. Tale rilevanza evidentemente si acuisce nel caso di piani pluriennali che si articolano su soli 3 anni piuttosto che in 5. In seguito si arriva al fulcro della questione, i pro e i contro dell'emissione.

Partendo dai pro, ciò che emerge dai risultati è la tendenza a identificarne principalmente tre: mancata segnalazione alla Centrale dei Rischi; pubblicità; miglior rapporto con le controparti. Il primo *driver* in un certo senso sminuisce le potenzialità dei minibond, atteso che se un'impresa sceglie tal strumento soltanto perché permette una mancata traccia sui sistemi bancari del prestito, allora

⁹ "Le nuove opportunità di finanziamento per le Pmi: novità normative e vantaggi fiscali introdotti dal Decreto Crescita".

probabilmente potrebbe esserci incoerenza con il piano pluriennale: soprattutto, sconfessa il principio di disclosure che dovrebbe contrassegnare l'approccio di chi si rivolge al mercato. Tuttavia se questa motivazione è accompagnata da altre di diversa natura, allora la situazione non è da ritenersi critica, ma piuttosto come semplicemente evocatrice di un rapporto non apprezzato con il tradizionale sistema creditorio, che spesso concentra la valutazione del merito creditizio sulle evidenze della Centrale dei Rischi invece che sui fondamentali dell'impresa. L'individuazione della pubblicità fra i pro invece riflette la comprensione da parte degli emittenti di un'importante implicita valenza della portata dello strumento, che seppur più caro in taluni casi, può permettere di risparmiare parte dei costi necessari per la promozione della società: un'impresa che si rivolge al mercato per il finanziamento dei propri prodotti o servizi associa a forme di indebitamento un marketing aziendale che risulta in qualche modo già *embedded* nel documento informativo e poi nella presenza dello strumento sul mercato, sia esso quello di Borsa Italiana oppure OTC. In ultimo viene segnalato il miglior rapporto con le controparti, in quanto grazie all'emissione si riesce a raggiungere una platea più vasta di potenziali investitori, generando la possibilità di avere maggiori offerte e quindi costi minori. Al contempo, il possesso di un rating e la *disclosure* continua sui mercati possono essere basilari per rendere efficienti, in termini economici, i rapporti con i fornitori, in quanto questi potranno essere propensi a riconoscere un minor costo per la somministrazione di forniture o maggiori dilazioni temporali, ad esempio nella emissione di fatture.

Connesso a questi due ultimi argomenti è il tema del mercato secondario. Ad oggi l'ExtraMOT PRO è ufficialmente esistente ma sostanzialmente inerte. In futuro si auspica una maggiore efficienza, il che potrebbe potenziare ancor di più gli effetti della pubblicità e non solo. Di fatti con un mercato secondario sviluppato il *pricing* dell'impresa sarebbe delegato ad esso, e nel caso di emissioni successive da parte del medesimo emittente il costo da sostenere per l'impresa potrebbe sensibilmente diminuire grazie ad un *track-record* positivo. Altro vantaggio non considerato è legato al mercato dell'*equity*. Con l'operazione dei minibond l'impresa può affacciarsi per la prima volta sul mercato e prepararsi anche per un'eventuale quotazione, che sia sull'AIM, soprattutto per le PMI, o su altri mercati regolamentati. Ulteriore pro non menzionato nel campione intervistato è la possibilità di evitare gli ostacoli tipici dell'approccio della *relationship banking*. Infatti, nel caso d'instaurazione di rapporti duraturi fra impresa e banca può esserci un *hold-up problem*, la possibilità che l'impresa sia catturata da parte della banca. L'impresa è in condizione di sudditanza e questo può determinare che debba rinunciare a parte dei suoi profitti a causa di tassi più elevati. Tal situazione risulta, come noto, inasprita nei periodi di crisi. Chiaramente con il ricorso al minibond, l'impresa alleggerisce o non appesantisce ulteriormente la propria esposizione creditizia verso gli istituti bancari. Nel caso invece del problema opposto, il *soft budget constraint*, vi è la possibilità che la banca sia catturata dall'impresa, ossia sia nella condizione di non negare il credito a una società poco in salute, a causa della paura di perdere i crediti maturati precedentemente. Anche in tal caso i minibond permettono di prevenire tale criticità. Va peraltro considerato che il minibond non è di per sé strumento di

ristrutturazione, bensì di sviluppo dell'impresa. La certificazione obbligatoria del bilancio e l'attribuzione del rating potrebbero sembrare a prima vista due contro, dato che comportano il sostenimento di costi, con commissioni ricorrenti. Tuttavia hanno anche una valenza positiva in quanto nel futuro possono permettere di far ricorso a strumenti di finanziamento differenti dal minibond a condizioni più vantaggiose. L'impresa si trova in una posizione contrattuale più forte. Un altro vantaggio è di natura fiscale. Secondo le recenti disposizioni, infatti, vi è vantaggio fiscale sia per gli investitori sia per l'impresa stessa, che come anticipato può portare in integrale deduzione i costi *one-off* nel primo anno, nonostante essi facciano riferimento all'intero periodo di emissione e che quindi potenzialmente da distribuirsi per competenza. Dopo aver trattato i pro, si passa ad analizzare i contro. Dalle risposte emerge che lo svantaggio principale è rappresentato dai maggiori costi da sostenere rispetto agli altri strumenti, mentre l'obbligo di revisione del bilancio sembra non destare preoccupazioni ad alcuno. Tuttavia, come anticipato, il sostenimento di questa maggiorazione dei costi sembra non pesare poiché risultano compresi appieno i vantaggi derivanti, che possono in un periodo di medio/lungo termine, essere addirittura superiori rispetto ai costi. Chiaramente per comprendere tutto ciò è sempre richiesta una visione di lungo periodo dell'impresa.

L'ultima parte del questionario riguarda eventuali difformità tra operazione ipotizzata inizialmente e operazione effettivamente realizzata. Nel nostro caso soltanto il 20% del campione dichiara difformità, che riguardano solamente il parametro dell'importo. Ciò evidentemente può avere impattato sul costo percentuale di strutturazione del deal, ove rapportato all'ammontare dell'emissione.

La soddisfazione degli emittenti invece viene testata con la domanda conclusiva. L'intero campione si ritiene soddisfatto e si dichiara disposto a ricorrere nuovamente ai Minibond. Quest'ultimo è un dato importante perché denota la reale soddisfazione e comprensione dello strumento per chi ne ha usufruito. Ciò dà chiara l'idea che lo strumento è stato percepito in modo positivo, e in quanto tale dovrebbe essere preso in considerazione dalla gran parte di PMI che hanno una struttura sana ed efficiente ma trovano difficoltà ad accedere al credito bancario.

5. Valutazioni e proposte

Lo strumento del minibond è entrato a far parte del quadro normativo italiano oramai da quasi tre anni. L'andamento a singhiozzo iniziale sta progressivamente lasciando spazio a un sempre maggior numero di emissioni: il minibond resta peraltro ancora uno strumento con poche concretizzazioni ed elevate potenzialità. Dato che la finalità di questo lavoro è quella di cercare di identificare la presenza di condizioni per la diffusione dei minibond, si tenta, dopo aver fornito una panoramica sulle effettive situazioni esistenti, di esaminare eventuali fattori di criticità e ragioni di

miglioramento apportabili allo strumento ed alle condotte degli attori, affinché lo sviluppo di questo prodotto non sia inopinatamente frenato da fattori esterni.

5.1. *Know-how*

Il primo problema attiene alla conoscenza dello strumento da parte delle PMI. Come appurato, molte realtà non conoscono il minibond. Il fattore determinante è la cultura manageriale italiana, incline a considerare secondario il ruolo del responsabile finanziario, a volte addirittura superfluo. Ovviare a questo problema non è semplice, poiché risulta necessario un cambio di mentalità, mai semplice da raggiungere. Tuttavia in un mondo sempre più globalizzato, e focalizzato sulla conoscenza, si può sperare in questo cambio di mentalità nel futuro delle PMI, grazie a nuove generazioni di imprenditori, che fisiologicamente dovranno sostituire gli imprenditori attuali. È lecito attendersi che le nuove leve, le quali probabilmente hanno avuto più chance di accesso a un'istruzione più qualificata, siano più formate e sensibili a questa tematica. Nonostante ciò, al fine di velocizzare questo auspicabile processo, potrebbe esser opportuno concentrarsi sulla formazione della generazione attuale mediante specifici corsi di aggiornamento ed occasioni di confronto, possibilmente evitando situazioni "dottorali". Quindi grazie ad una progressiva acquisizione della percezione della rilevanza dell'area finanziaria sarà possibile valutare più consapevolmente tutte le opzioni di finanziamento, ivi compresa quella della leva del minibond.

5.2. *Disclosure*

Altra tematica rilevante, che si collega al tema sopracitato, è quella della *disclosure*. Dalle mancate risposte, soprattutto da parte delle società che hanno già emesso titoli, ma anche dalle potenziali emittenti, si evince una persistente ritrosia da parte delle imprese a condividere informazioni. L'emissione dei minibond doveva rappresentare il punto di partenza per una maggiore trasparenza, ma sostanzialmente il sistema imprenditoriale italiano stenta ad aprirsi. In questo contesto le banche devono rivestire il ruolo di protagoniste, con il compito di "indurre" le imprese, specialmente quelle che accompagnano nel processo di emissione, a condividere le informazioni quanto più possibile, in modo da creare adeguato *commitment*. In egual modo gli intermediari hanno il dovere di promuovere, chiaramente al di fuori di conflitti d'interesse, in un contesto di reciprocità della *disclosure* verso l'impresa ed altresì di trasparenza verso il mercato del debito, lo strumento presso i potenziali fruitori, in modo da stimolarne lo sviluppo. Sempre in merito al tema della

disclosure, potrebbe essere di aiuto anche rendere ufficiale il giudizio del *rating*, per integrare le fonti alla base del giudizio di merito sul finanziamento. Infine, dalle analisi condotte sui documenti d'ammissione a supporto delle emissioni, emerge che l'informativa fornita dalle imprese non sempre è esaustiva e anzi molto spesso lacunosa, a fronte di un eccesso di dati e informazioni non efficienti per indirizzare le scelte dei possibili *lenders*. Un'informativa completa ed esauriente è uno strumento molto importante che serve all'investitore per avere un'idea quanto più possibile chiara dell'operazione e per comprenderne a pieno il rischio insito. Un'adeguata informativa societaria (completa ma non sovrabbondante, finalizzata a superare le asimmetrie informative che necessariamente ricorrono tra imprenditore e potenziale creditore) diventa efficiente, allorquando accompagnata al rating e quindi al giudizio di un *professional* che si esprime, insieme all'*arranger*, sulla qualità dell'informativa societaria fornita. Il concorso di crescita professionale, miglioramento delle informazioni offerte al pubblico e sforzo congiunto degli attori professionali a garantire la correlazione tra strumento e *pricing* potrebbe rappresentare il primo passo per permettere a questo particolare strumento di esplicare potenzialità ancora inesprese.

5.3. Costi di emissione

Quanto ai costi bisogna, innanzitutto, operare un distinguo tra costi *one-off* e costi relativi al tasso nominale del bond. Come descritto nei capitoli precedenti, i primi risultano legati ad una serie di adempimenti obbligatori. L'obiettivo chiaramente deve esser quello di minimizzarli, in modo da rendere lo strumento il più attrattivo possibile, senza impattare sulla qualità dei servizi connessi. Non è necessario arrivare a un costo inferiore alle forme alternative di finanziamento, in quanto il minibond presenta vantaggi che possono concretizzarsi in maggiori ricavi/minori costi nel futuro, come un minor costo dell'affidamento, un risparmio sui costi di marketing, il raggiungimento di un numero più alto di potenziali investitori. Ciò non toglie che il contenimento dei costi *one-off* permetta un miglior sviluppo dello strumento, soprattutto superando diffidenze del sistema imprenditoriale verso quello finanziario. Per raggiungere ciò bisogna concentrarsi su tre dimensioni: taglio dell'emissione, durata della stessa, sinergie di costo in un'ottica di *global advisor*. Tali costi, al fine di avere un'operazione efficiente, non dovrebbero ragionevolmente pesare, per operazioni di regola con vita residua 5 anni, più dello 0,75% annuo sul totale, mentre nella realtà tale dato non è sempre conseguito. Determinante è sicuramente quindi l'importo dell'emissione, in quanto un maggior taglio permette di raggiungere una sorta di economia di scala, permettendo di abbassare il costo medio da sostenere. In tale situazione quindi è fondamentale l'intervento, in fase di valutazione dell'operazione, da parte degli intermediari. Quest'ultimi dovrebbero avere l'obbligo morale di consigliare al meglio le proprie controparti, correlando al meglio i costi *all in* con le prospettive conseguenti alla operazione di

indebitamento, ed al contempo evitando situazioni di *moral hazard* consistenti nell'utilizzo di leve spropositate: l'*advisor*, nel pieno rispetto del ruolo, deve sempre prospettare uno scenario complessivo, legato alle prospettive aziendali, in cui il singolo strumento di leva finanziaria deve nel continuo confrontarsi con tutte le altre opzioni possibili. L'esposizione di una sola "*exit strategy*" sarebbe indicativa di un supporto consulenziale inadeguato se non addirittura parziale. In questa visione, andrebbero tendenzialmente sconsigliate operazioni d'importo unitario inferiore ai 3 milioni di euro, in cui presumibilmente l'impatto dei costi *one-off* rende poco conveniente il ricorso al minibond.

5.4. Global advisor

Un'ulteriore leva per rendere ragionevoli i costi *one-off* e il tempo per strutturare un'emissione, richiede invece uno sforzo organizzativo. L'ideale è la figura del *global advisor/coordinator*, identificabile in un intermediario che di regola abbia già avuto rapporti con l'impresa. In questo scenario la banca, rispetto ad altri *competitors*, potrebbe essere avvantaggiata laddove già valuti correntemente il merito di credito del potenziale emittente: tale "vantaggio" peraltro deve superare sia alee di conflitti di interesse, sia approcci professionali troppo spesso tarati su una mera valutazione patrimoniale in luogo della disamina di *project plans*. Nella situazione ideale del *global coordinator* si riducono evidentemente tempi e costi, per mancanza di periodi morti fra una fase e l'altra dell'operazione di emissione, per l'esistenza di sinergie informative, per la potenziale applicazione di commissioni totali inferiori. Inoltre, in un'ottica di *global advisor* è possibile far beneficiare l'impresa, per transitività, delle relazioni di affari e contrattuali degli intermediari. Questi ultimi potrebbero attivarsi affinché società di revisione e agenzie di rating operino contenendo i costi ai livelli minimi tariffari, senza far "pagare" all'impresa il costo di *juniority* di regola connesso all'*entry level*¹⁰. Il tutto potrebbe facilmente trasformarsi in un percorso virtuoso: l'intermediario intercetta i propri clienti, i quali, sulla base di uno specifico piano pluriennale che contempla correttamente specifici costi finanziari e commissionali, accettano il confronto con società di revisione e di rating. L'emittente risparmia in quanto ha oneri totali minori da sostenere, l'*advisor* offre un servizio completo e non si limita a una singola fase dell'emissione, le agenzie di rating e le società di revisione rinunciano a parte del proprio profitto, ma raggiungono un numero maggiore di clienti. In sintesi, per assistere a un

¹⁰Un'ulteriore sforzo per le società di revisione potrebbe concernere le modalità di riconoscimento delle fees: è evidente che le commissioni da pagare il primo anno possono esser maggiori rispetto alle commissioni dei periodi successivi, per la necessità di acquisire e verificare nuovi dati. In tale scenario, una distribuzione temporale più equa delle *fee*, magari supportata da contratti pluriennali, potrebbe configurarsi come elemento attrattivo per il manager, il quale vedrebbe ridursi l'esborso iniziale e quindi potrebbe esser più incline a valutare la certificazione dei propri dati.

maggior sviluppo dei minibond potrebbe essere efficace una politica di *global advisory* da adottare da parte dagli intermediari, già in possesso del *know-how* necessario a valutare l'opzione finanziaria meglio correlata ai piani industriali dell'impresa.

Sempre considerando i costi *one-off* è da segnalare la possibilità di deduzione dei costi per intero nel primo anno, non seguendo così il principio di competenza. Ciò risulta essere di certo un elemento positivo, ma potrebbe non bastare. Un'ulteriore spinta allo strumento potrebbe esser richiesta sempre alle agenzie di rating e alle società di revisione. Consideriamo l'ipotetico caso in cui un'impresa si interfacci per la prima volta con questi due attori.

È evidente che le commissioni da pagare il primo anno siano esser maggiori rispetto alle commissioni dei periodi successivi, in quanto si tratta solamente di controlli, avendo acquisito la maggior parte dei dati nel primo anno. In tal contesto una distribuzione temporale più equa delle *fee*, magari supportata da contratti pluriennali, potrebbe configurarsi come elemento attrattivo per il *manager*, il quale vedrebbe ridursi l'esborso iniziale e quindi potrebbe esser più incline a valutare una emissione. Il problema, dal lato delle agenzie di rating e società di revisione, è una assunzione di rischio maggiore, in quanto vengono posticipati flussi di cassa.

Tuttavia in tal caso ritorna il circolo virtuoso suddetto, se il *global advisor* ha accompagnato solamente emissioni solvibili fino a scadenza, allora le agenzie tenderanno a fidarsi.

5.5. Pricing e mercato secondario

Il tema dei costi *all in* non può trascurare quello, principale, del tasso facciale dell'emissione, strettamente correlato ai volumi delle negoziazioni, nell'assunto che un rendimento incongruo rende l'emissione non negoziata sul mercato. In primis, l'intermediario deve individuare il *fair price* del rendimento dell'emissione, agevolando e stimolando l'incontro di domanda e offerta a un prezzo coerente rispetto alla situazione economico patrimoniale dell'emittente, alle prospettive di sviluppo, al confronto con i competitors. In secundis, un profilo sinora trascurato ma cui è inevitabile far riferimento è quello dello spessore del mercato secondario. In effetti, le problematiche concernenti l'ExtraMOT PRO rappresentano dei limiti allo sviluppo futuro del nuovo strumento. Un mercato sottile non offre indicazioni né agli investitori, né agli emittenti, nessuno dei quali riceve un serio *feed-back* dal mercato sull'apprezzamento dell'azienda e del singolo strumento; l'emittente per di più perde potenzialmente in termini d'immagine, e rischia anzi che movimenti assolutamente occasionali e repentini siano decorrelati rispetto alle dinamiche delle coordinate e delle prospettive aziendali. Tutto ciò può impattare in modo non corretto anche su eventuali emissioni successive. Le soluzioni possibili potrebbero essere differenti. Una prima prevede una ristrutturazione dell'ExtraMOT PRO, sulla base del mercato dei minibond norvegese, il quale sembra esser il più efficiente della sua categoria in

Europa. Tal confronto è stato avanzato considerando anche le similitudini sotto il profilo strutturale tra il tessuto imprenditoriale norvegese e italiano. Di fatti nel primo caso le PMI rappresentano circa l'8% del totale delle imprese¹¹, mentre in Italia circa il 4,7%¹². A conferma di questa somiglianza giunge il dato sul peso delle *large corporate*, in Norvegia si aggirano sullo 0.2%, mentre in Italia sullo 0.1%

Le differenze sostanziali sono due: vi è un taglio minimo di emissione; il listino è diviso in due segmenti, uno dedicato agli investitori *retail*, uno agli investitori istituzionali. In tal modo si amplia la platea degli investitori. Questi due elementi potrebbero rappresentare un punto di partenza.

Un'altra soluzione potrebbe interessare la mancanza di emissioni di elevate dimensioni, in termini di milioni di euro, che hanno reso gli strumenti poco appetibili ad altre tipologie di investitori. A tal proposito, si potrebbero prevedere ulteriori agevolazioni per quelle imprese, appartenenti alla medesima area geografica o facenti parte del medesimo *cluster* di attività, che decidono di effettuare, come se si trattasse di una filiera o di una rete di impresa, un'emissione di apprezzabili dimensioni in modo tale da aggregare i loro fabbisogni nell'ambito di un'unica emissione. In particolare, questa soluzione potrebbe consentire di aumentare la diversificazione del portafoglio obbligazionario, rendendo incentivante l'investimento ad investitori interessati ad operazioni di maggiori dimensioni. In quest'ottica si potrebbe prevedere un'aggregazione di tipo consortile, facenti capo ad una delle imprese appartenenti a tale gruppo, che costituirebbe un fondo patrimoniale comune da utilizzare a garanzia dell'emissione del minibond: le aziende verserebbero all'interno di tale fondo una quota di medesimo importo e risponderrebbero solidalmente ed illimitatamente in caso di fallimento da parte di una delle società costituenti il consorzio, pertanto porrebbero a garanzia non solo i beni confluenti all'interno del fondo ma anche il proprio patrimonio. I ricavi derivanti dall'emissione del titolo obbligazionario sarebbero destinati all'incremento del fondo e farebbero riferimento ad una gestione separata che prevedrebbe che l'utilizzo degli stessi venga destinato all'espansione delle società congregate. Si potrebbe, inoltre, ipotizzare la compilazione di un bilancio consolidato, facente riferimento al solo consorzio, da trasmettere all'intermediario dell'operazione.

Una soluzione di questo genere permetterebbe l'incremento della fiducia dell'intermediario nei confronti dei richiedenti il minibond, poiché le garanzie riguarderebbero anche il patrimonio personale degli imprenditori inoltre, permetterebbe una riduzione dei costi di emissione iniziali (che si aggirano attorno ai 100mila euro per il primo anno di emissione) e una riduzione del tasso d'interesse perché sarebbe possibile effettuare emissioni di importi maggiori rispetto a quelle già presenti sul mercato.

Altra soluzione, complementare a quelle appena citate, riguarda le cartolarizzazioni e i fondi di *private-debt*. In realtà, al momento questa sembra essere la via intrapresa, in quanto il piano

¹¹ Dati ricavati dal "SBA Fact Sheet: Norway", 2012.

¹² Dati Istat, 2014.

“Destinazione Italia” ha esteso la possibilità di cartolarizzazione ai minibond, con l’intento di favorire la nascita di fondi appositi, per sostenere la domanda di questo strumento. Rilevante inoltre è l’apertura all’utilizzo dei minibond quali strumenti per coprire le riserve tecniche delle imprese assicurative. Considerata la natura rischiosa dei minibond, grazie alla cartolarizzazione si rende attuabile un processo di diversificazione, che, come è noto, può avere come risultato – se correttamente utilizzato – un rischio finale minore. In tal modo l’interesse verso i minibond da parte dei fondi potrebbe esser maggiore, ove lo strumento fosse percepito come meno rischioso.

Si potrebbe anche ipotizzare una continuazione della campagna atta a favorire lo sviluppo delle cartolarizzazioni e dei fondi di *private-debt* e dall’altra parte, contestualmente, ripensare il mercato dell’ExtraMOT PRO anche in ottica d’investitori *retail*. In tal caso la clientela privata potrebbe entrare a far parte del pubblico degli investitori, per mezzo in un mercato più trasparente e maggiormente regolato o quantomeno grazie alla costituzione di un fondo di debito, il quale permetterebbe una quota d’ingresso inferiore rispetto ai tagli minimi richiesti agli investitori istituzionali, se del caso con garanzia bancaria per il primo anno dalla emissione.

Un’altra metodologia per attrarre maggiori investitori, soprattutto esteri, e quindi rendere il mercato dei minibond più liquido, deriva dal progetto presentato dal Ministro dell’Economia e delle Finanze italiano, Pier Carlo Padoan, alla riunione dell’Ecofin del 12 settembre 2014. La proposta prevede un’incentivazione dei minibond su scala europea, con la possibilità per la Banca Centrale Europea di acquistare i minibond emessi dalle PMI. La Banca Centrale Europea potrebbe giocare un ruolo di “attrattore” poiché gli investitori europei, sull’esempio del massimo organo di politica monetaria, potrebbero incrementare le negoziazioni e sarebbero più favorevoli a credere e investire in questo nuovo strumento finanziario.

Un altro dei problemi riguardante i nuovi titoli obbligazionari è quello riguardante le caratteristiche delle imprese beneficiarie della nuova normativa. Infatti, una categoria di aziende che difficilmente potrà beneficiare dei mini-bond sono le micro-imprese. Queste sono escluse e l’ambito potenziale al quale gli investitori potrebbero affacciarsi, con l’ingresso delle microimprese, rappresenta più del 90% del tessuto produttivo italiano. Per tali imprese i costi fissi d’instaurazione di un canale di finanziamento non bancario sono molto elevati e potrebbero essere compensati soltanto da tassi d’interesse molto alti, probabilmente tali da scoraggiare l’uso di tale canale. Secondo le analisi di CRIF, oltre 10mila micro-imprese rispondono ai requisiti di solvibilità e indicatori finanziari per emettere minibond.

Nell’ottica di includerle nel novero delle imprese potenzialmente emittenti, si potrebbe predisporre una normativa che dia la possibilità anche alle microimprese di usufruire di tale canale di finanziamento a condizione che esse effettuino l’emissione come un’unica impresa emittente, raggiungendo un fatturato complessivo pari a 10 milioni di euro e dividendosi, in maniera proporzionale rispetto al proprio fatturato, costi e finanziamenti derivanti dall’emissione dello strumento finanziario. In questo modo si potrebbe ampliare notevolmente la grandezza del mercato.

6. Conclusioni

In estrema sintesi possiamo affermare che nella situazione attuale italiana, vittima della crisi mondiale e del problema dell'alto debito pubblico, le norme emanate sui minibond non sono di per sé risolutive, ma rappresentano comunque il primo mattone per tentare di risollevare le piccole e medie imprese italiane, motore del nostro sistema economico.

Affinché possa assistersi alla diffusione dello strumento con l'avvio di un mercato alternativo del debito per le PMI rispetto a quello usualmente mono-bancario, è necessario il contributo dei tre attori principali: imprese, intermediari e mercato. Le imprese devono comprendere i vantaggi derivanti dallo strumento, ciò per cui devono conoscerlo; gli imprenditori devono altresì essere i primi a credere nella propria iniziativa, mediante un continuo contributo alla formazione dei mezzi propri e senza refrattarietà alla trasparenza. Gli intermediari devono spronare le imprese a essere maggiormente comunicative, a condividere informazioni e obiettivi, al fine di proporre gli strumenti maggiormente adeguati e poter tutelare al meglio il mercato, evitando situazioni di perseguimento d'interessi propri. Il conseguimento delle suddette condizioni è la pregiudiziale per il coinvolgimento del terzo "etero" attore, il mercato, il cui eventuale sviluppo permetterà una valutazione continua dell'operato dell'emittente e dei suoi *advisor* e, con il supporto responsabile di certificatori e società di rating, potrà contribuire, con la necessaria gradualità temporale, a ridurre il costo delle successive operazioni da parte degli emittenti meritevoli.

Le nuove normative aprono lo spiraglio a un nuovo "contratto sociale" tra imprenditore, *advisors* e *lenders*: la trasformazione del rapporto, da relazione sinallagmatica a relazione di *commitment*, tra impresa ed intermediario può essere la valvola che, anche in esito ad una crescita professionale di tutti gli attori del processo, apre uno scenario crescentemente costruttivo e sempre meno conflittuale.

Bibliografia

Banca d'Italia, *Relazione annuale*, 2015.

Bella M., *Il problema del credito alle imprese: alcune analisi*, Confcommercio, 2015.

Calugi R., Paglietti G., *I mini-bond. Istruzioni per l'uso*, Camera di Commercio di Milano, 2014.

Cerved Group, *Rapporto PMI*, 2015.

Commissione Europea, *SBA FactSheet: Norway*, 2012.

Decreto Legislativo 22 giugno 2012 n. 93.

Decreto Legislativo 18 ottobre 2012 n. 179.

Decreto Legislativo 23 dicembre 2013 n. 144.

Decreto Legislativo 24 giugno 2014 n. 91.

Ghiringhelli C., Pero L., *Le PMI in Italia*, Apogeo Education, 2010.

Istat, *Struttura e competitività delle imprese industriali e dei servizi*, 2014.

Ministero dello Sviluppo Economico, *Small Business Act*, 2014.

Minnetti F., *Corporate banking e finanza straordinaria d'impresa*, Bancaria Editrice, 2011.

Politecnico di Milano, *1° Report italiano sui Mini-Bond*, 2015.

Zitiello e Associati, *Le nuove opportunità di finanziamento per le PMI: novità normative e vantaggi fiscali introdotti dal "Decreto Crescita"*, 2013.

Sitografia

www.bebeez.it

www.borsaitaliana.it

www.minibonditaly.it

www.osservatoriominibond.it