



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA "GIORGIO FUÀ"

Dottorato di ricerca in Management and Law
Curriculum in Economia Aziendale

Ciclo XXIX (15° ciclo)

I minibond: alternativa al credito e finanza per lo sviluppo

Relatore:

Prof. Stefano Marasca

Dottorando:

Mario Pepe

Anno Accademico 2015 – 2016

INDICE

INTRODUZIONE.....	5
1. LA LETTERATURA DI RIFERIMENTO.....	9
1.1 I finanziamenti all'impresa e le teorie sulla struttura finanziaria ottimale.....	10
1.1.1 Il modello di Modigliani e Miller.....	15
1.1.2 La teoria del <i>trade-off</i> e i costi del dissesto.....	17
1.1.3 I costi di agenzia.....	19
1.1.4 La presenza di asimmetrie informative.....	20
1.1.5 L'ordine di scelta delle fonti di finanziamento.....	21
1.1.6 Considerazioni sulle diverse teorie.....	22
1.2 La scelta tra prestito bancario ed emissioni obbligazionarie.....	25
2. IL CONTESTO ECONOMICO.....	31
2.1 La struttura finanziaria delle aziende italiane.....	32
2.2 Il bancocentrismo in Italia: sviluppo e criticità.....	37
2.3 Il credito alle imprese durante la crisi.....	40
3. I MINIBOND COME STRUMENTO DI FINANZIAMENTO PER LE PMI.....	47
3.1 L'evoluzione della normativa.....	48
3.1.1 Decreti Sviluppo.....	49
3.1.2 Decreto destinazione Italia.....	52

3.1.3	Decreto Competitività.....	56
3.2	La piattaforma ExtraMOT PRO.....	58
3.3	Vantaggi e punti critici dei minibond per l'impresa.....	62
3.4	Le emissioni di minibond: una panoramica del mercato attuale.....	66
3.5	Gli investitori.....	73
3.5.1	Il ruolo dei fondi di debito dedicati ai minibond.....	76
4.	PROSPETTIVA MANAGERIALE E POTENZIALITA' DEL MERCATO DEI MINIBOND IN ITALIA.....	81
4.1	Prospettiva manageriale.....	81
4.2	Potenzialità del mercato dei minibond in Italia.....	85
	CONCLUSIONI.....	93
	BIBLIOGRAFIA.....	97

INTRODUZIONE

I minibond rappresentano all'interno del panorama finanziario italiano uno strumento innovativo caratterizzato dalla possibilità per le piccole e medie imprese di far ricorso, per i propri progetti d'investimento, al mercato del capitale di debito in luogo del credito bancario, contrastando il cosiddetto "bancocentrismo" proprio del sistema finanziario italiano. Il presente elaborato si propone di analizzare in maniera approfondita dal percorso teorico, attraverso la letteratura di riferimento, fino al mercato potenziale degli emittenti, l'intera genesi e validità dello strumento finanziario in esame.

Nel primo capitolo ci occuperemo di analizzare la letteratura che ha interessato le teorie sulla struttura finanziaria ottimale e sul livello d'indebitamento ideale. Concluderemo il capitolo con il dibattito sulle scelte operative riguardanti la struttura finanziaria fra indebitamento bancario e approvvigionamento presso i mercati finanziari o investitori istituzionali, quali di i fondi di *private debt*.

Nel secondo capitolo passeremo in rassegna il contesto economico italiano che dalla crisi del 2008, passando attraverso quella dei debiti sovrani del 2011, ha visto mutare radicalmente le dinamiche del credito a causa degli elevati tassi di *non performing loans*, presenti nei bilanci bancari, e delle prospettive economiche di recessione. La congiuntura, insieme alle sempre più stringenti normative di vigilanza prudenziale, hanno portato gli istituti di credito ad attuare una forte

stretta creditizia che si è trasmessa al tessuto produttivo, determinando la stasi delle imprese italiane nei progetti d'investimento e di sviluppo. Da sottolineare che la struttura sociale delle imprese italiane ha la prevalenza assoluta verso un sistema finanziario del tutto orientato agli intermediari bancari e in cui il tessuto economico è costituito al 95% da imprese di micro, medie e piccole dimensioni. Quest'ultime per tradizione sono sottocapitalizzate e a gestione familiare e pertanto strettamente dipendenti dal credito bancario. Le conseguenze del combinato disposto di *credit crunch* e bancocentrismo sono state molto severe per le aziende italiane, molte delle quali non hanno retto le difficoltà e sono scomparse dal tessuto economico.

All'interno di questo scenario, poco consolante, il legislatore si è mosso per mezzo di decreti legge per creare strumenti ad hoc per il finanziamento del tessuto produttivo delle piccole e medie imprese.

Nel terzo capitolo svolgeremo l'analisi dello strumento, oggetto del presente lavoro, in maniera approfondita e puntuale. Passeremo in rassegna i punti di forza che il legislatore ha previsto per lo strumento dei minibond, le emissioni effettuate finora e le loro caratteristiche salienti e concluderemo il capitolo con l'analisi degli investitori e dei fondi di *private debt*.

Nel quarto ed ultimo capitolo analizzeremo la possibilità per la struttura proprietaria e manageriale italiana di creare una nuova prospettiva di visione e

considerazione della propria azienda. Affiancare ai rating ufficiali forniti dalle società di rating e largamente utilizzati dalle banche, e anche creati internamente dagli stessi istituti di credito, un nuovo rating interno alla realtà aziendale che abbia l'obiettivo di rendere l'azienda intellegibile e trasparente verso l'esterno degli investitori istituzionali. Cambiare la prospettiva manageriale sottintende la scelta di imprese che possano iniziare un tale percorso evolutivo. Con il supporto di una società di rating nazionale abbiamo selezionato, attraverso stringenti criteri di analisi sui bilanci depositati al 2015, un database d'impresa potenziali emittenti di minibond. Da queste imprese dovrebbe iniziare la svolta del tessuto produttivo italiano e il passaggio concreto da un sistema bancocentrico verso l'orizzonte del mercato dei capitali.

Nelle conclusioni del presente lavoro tratteremo un percorso evolutivo che sarebbe opportuno seguire e raggiungere per le imprese italiane che intendono sfidare i mercati internazionali, attraverso scelte d'investimento e di ricerca e sviluppo che possano consentire di affrontare i processi, veloci e imprevedibili, della globalizzazione.

CAPITOLO 1

LA LETTERATURA DI RIFERIMENTO

La politica finanziaria aziendale viene spesso identificata ad un livello puramente operativo come l'insieme delle scelte proprie dell'ufficio amministrativo volte ad ottenere il maggiore soddisfacimento del fabbisogno finanziario al minor costo. Tuttavia, ad un'analisi più attenta delle dinamiche aziendali, si capisce come la gestione finanziaria possa assumere invece una valenza determinante quando viene definita in un approccio sinergico con le altre aree strategiche ed operative della vita aziendale. Da qui l'interesse, anche da parte della letteratura, ad analizzare più nel dettaglio la struttura finanziaria delle aziende e ad approfondire un insieme di principi e linee-guida adottabili nella gestione finanziaria aziendale. Questo capitolo ripercorre brevemente la letteratura principale che si è sviluppata attorno a questo tema. Nel primo paragrafo, dopo aver introdotto le tipologie di finanziamento all'impresa, vengono esposte le principali teorie che, nel corso del tempo, si sono poste l'obiettivo di individuare le determinanti della struttura finanziaria aziendale, cercando di delineare una struttura finanziaria "ideale". L'ultima parte del capitolo, invece, si focalizza sul finanziamento a titolo di debito ed affronta il tema della scelta tra prestito bancario ed emissioni obbligazionarie.

1.1 I FINANZIAMENTI ALL'IMPRESA E LE TEORIE SULLA STRUTTURA FINANZIARIA

OTTIMALE

La letteratura economica ha affrontato ampiamente il tema delle scelte di finanziamento delle imprese, analizzando i fattori che le influenzano e, nel contempo, cercando di definire la struttura finanziaria ottimale di un'azienda.

Le fonti di finanziamento possono innanzitutto distinguersi in due grandi categorie: interne ed esterne. In particolare, le fonti interne sono costituite dall'autofinanziamento, ossia dalla quota degli utili aziendali non distribuiti ai soci ma trattenuti all'interno dell'azienda; per definizione, quindi, esse non costituiscono delle fonti di finanziamento stabili, ma tendono a seguire l'andamento del ciclo economico dell'azienda, gonfiandosi nelle fasi di espansione e riducendosi quando gli utili sono minori.

Le fonti esterne, invece, si dividono a loro volta in capitale di rischio e capitale di debito, in base alla natura giuridica del rapporto che intercorre tra l'investitore e l'impresa. Infatti, il capitale di rischio è dato dai mezzi apportati dai soci a titolo di capitale proprio dell'azienda; esso rappresenta quindi la partecipazione ad un progetto imprenditoriale, motivo per cui è pienamente soggetto al rischio d'impresa e la sua remunerazione dipende dal risultato di gestione raggiunto (positivo o negativo). Il capitale di debito è dato invece dai crediti concessi da soggetti terzi, in particolare banche e sottoscrittori di obbligazioni; l'impresa è quindi debitrice nei confronti di questi soggetti e sarà obbligata alla

corresponsione dell'interesse ed al rimborso del capitale alla scadenza, indipendentemente dal risultato economico conseguito.

La scelta tra fonti interne e fonti esterne dipende, oltre che da scelte discrezionali a livello manageriale, anche da altri fattori tra cui la dimensione del fabbisogno finanziario rispetto alla capacità di autofinanziamento, l'effettiva disponibilità al finanziamento da parte degli investitori esterni e le aspettative degli azionisti, i quali potrebbero fare pressione per destinare una quota maggiore dell'utile alla distribuzione dei dividendi.

Un tema molto importante affrontato dalla letteratura è poi soprattutto quello della combinazione esistente tra capitale di rischio e capitale di debito all'interno delle fonti aziendali, cioè della cosiddetta struttura finanziaria dell'azienda. Nel tempo sono state formulate diverse teorie in merito a questo argomento, volte principalmente a verificare se esiste una struttura finanziaria ottimale, ossia un mix ottimale di mezzi propri e mezzi di terzi che consenta di massimizzare il valore dell'impresa e, in caso affermativo, come questa possa caratterizzarsi.

Secondo la "teoria classica", che si basa sull'idea che il valore di mercato di un'impresa sia inversamente proporzionale al costo del suo capitale, un certo grado di indebitamento ha un effetto positivo sul valore delle imprese: utilizzando adeguatamente la leva finanziaria, infatti, è possibile abbassare il costo medio ponderato del capitale in quanto il beneficio che l'impresa ottiene finanziandosi con il debito non viene completamente eroso dal differenziale di rendimento che

gli azionisti richiedono per coprire il rischio più elevato che essi sopportano a causa del debito stesso; oltre una certa soglia, invece, gli oneri finanziari derivanti dal debito incrementano il costo medio ponderato del capitale, riducendo il valore dell'impresa. Esisterebbe quindi un coefficiente di indebitamento ottimale, con la conseguenza che il mercato preferisce i titoli delle aziende con un indebitamento moderato. Tra i sostenitori di questa scuola di pensiero vi sono i cosiddetti "tradizionalisti", tra cui Dean (1951), Graham e Dodd (1951), Guthmann e Dougall (1955), Taylor (1956), Watermann (1957).

La teoria classica è stata però soggetta a numerose critiche, soprattutto perché risulta difficile spiegare il rapporto ideale tra debito e capitale facendo unicamente riferimento al costo del capitale ed escludendo altri elementi di valutazione importanti, tra cui le molteplici interrelazioni esistenti tra l'impresa e i suoi interlocutori. Da queste perplessità si sono sviluppate numerose teorie, i cui principali contributi sono sintetizzati nella tabella 1.1.

Tabella 1.1: *Principali teorie sulla struttura finanziaria d'impresa*

Modigliani, Miller (1958)	La scelta del leverage è irrilevante in assenza di imposte.
---------------------------	---

Modigliani, Miller (1963)	La presenza delle imposte societarie riduce il costo dell'indebitamento. Diviene conveniente massimizzare il leverage.
Miller (1977)	Anche in presenza di imposte personali il valore dell'impresa non è modificato dal suo grado di leverage. Il rapporto ottimo di indebitamento esiste solo a livello dell'intero sistema di imprese.
De Angelo, Masulis (1980)	Esistono imprese per le quali lo scudo fiscale è meno importante che per altre. Per questo il leverage ottimale è inferiore.
Altman (1984) Warner (1977) Chen, Kim (1979) Bradley (1984)	Esiste un rapporto ottimale di indebitamento per ogni impresa che si ottiene bilanciando da un lato i vantaggi fiscali derivanti da un aumento di leverage e dall'altro considerando i costi associati all'indebitamento ed ai mezzi propri.

Jensen, Meckling (1976)	La struttura finanziaria ottimale è quella che minimizza i costi di agenzia associati all'indebitamento ed ai mezzi propri.
Ross (1977) Lyland, Pyle (1977) Myers, Majluf (1984)	La struttura finanziaria e la modalità di copertura degli investimenti costituiscono un segnale sulla situazione dell'impresa e sulla qualità degli investimenti da finanziare.
Myers (1984) Myers, Majluf (1984) Fazzari, Hubbard, Petersen (1988)	Nel finanziarsi le imprese seguono un ordine di scelta.
Harris, Raviv (1988)	La scelta del grado di leverage è influenzata dalle esigenze di controllo (del capitale azionario) della società.
Williamson (1988)	La scelta della struttura finanziaria dell'impresa dipende dalla specificità degli investimenti aziendali e dai costi di

	transazione connessi all'uso dell'indebitamento e del capitale netto.
Brandel, Lewis(1988) Sarig (1988) Cornel, Shapiro (1987)	Esistono delle relazioni tra il <i>leverage</i> ed i mercati non finanziari in cui l'impresa opera. Imprese che sopportano pretese e rivendicazioni da parte di <i>stakeholders</i> non finanziari devono fare un minor uso dei debiti.

Fonte: Weston, 1989

1.1.1 Il modello di Modigliani e Miller

Le tesi di Modigliani e Miller (1958) sono universalmente considerate il punto di riferimento fondamentale dell'approccio al problema dell'esistenza di una struttura finanziaria ottimale. Essi dimostrano che, in un mercato privo di frizioni, le decisioni di finanziamento sono irrilevanti, in quanto il valore dell'impresa è determinato solamente dalle sue caratteristiche di redditività e di rischio, e non dalla sua struttura finanziaria (*1 proposizione di M&M*).

Più nel dettaglio, il modello di Modigliani-Miller si basa sulle seguenti ipotesi:

- che l'impresa operi su mercati di capitali perfetti, quindi in assenza di asimmetrie informative;
- che la valutazione dei risultati attesi possa essere operata in modo identico da tutti gli operatori;
- che non esistano imposte sul reddito prodotto;
- che le imprese e i singoli individui possano ricorrere senza limiti all'indebitamento senza alcuna variazione del tasso di interesse;
- che tutte le imprese possano essere raggruppate in diverse classi di rischio omogenee, all'interno delle quali il rischio appare uguale.

Sotto queste condizioni non esiste una struttura finanziaria ottimale: il valore dell'impresa non è influenzato dalla sua struttura finanziaria e la composizione del passivo riflette solamente il modo in cui questo valore viene diviso tra finanziatori a titolo di rischio e finanziatori a titolo di debito. In un mercato di capitali perfetto, infatti, il processo di arbitraggio impedisce che il valore di due imprese appartenenti alla stessa classe di rischio differisca solamente a causa di una diversa composizione della struttura finanziaria. Se così fosse, gli investitori venderebbero i titoli con il prezzo maggiore per acquistare quelli di uguale valore ma caratterizzati da un prezzo di mercato più basso, riportando l'equilibrio.

Questa teoria ha offerto una solida base per le ricerche successive, che si sono sviluppate indagando le possibili violazioni delle ipotesi (molto forti) alla base del modello iniziale. Gli stessi Modigliani e Miller (1963) hanno rivisto la loro analisi

includendo la presenza di imposte societarie e la possibilità di sfruttare lo scudo fiscale della detraibilità degli oneri finanziari: in questo caso infatti, in virtù del beneficio fiscale associato all'indebitamento, diviene conveniente massimizzare il *leverage* (Il *proposizione di M&M*). Successivamente, considerando anche l'esistenza, accanto alle imposte societarie, di imposte personali sui redditi di capitale, Miller (1977) sottolinea che il vantaggio fiscale all'indebitamento esiste solo fin quando l'aliquota di imposta personale applicata sugli utili risulta superiore a quella degli interessi erogati.

1.1.2 La teoria del *trade-off* e i costi del dissesto

Secondo le teorie sopra esposte, il beneficio fiscale associato all'indebitamento rende più vantaggioso ricorrere al capitale di debito piuttosto che al capitale di rischio, anche in presenza di imposte personali. Nella realtà, però, le aziende tendono a mantenere un livello di indebitamento inferiore rispetto a quanto suggerito dalla teoria: una possibile spiegazione di questo fenomeno è offerta dalla teoria del *trade-off* (o teoria dei costi di dissesto), che aggiunge all'analisi una categoria di costi legati alla componente del debito presente all'interno della struttura finanziaria dell'impresa, i cosiddetti costi del dissesto (tra gli altri, Warner, 1977; Altman, 1984).

In particolare, all'aumentare dell'indebitamento i costi di dissesto includono sia la maggiore probabilità di incorrere nel fallimento vero e proprio (e quindi di doverne

sostenere le relative spese legali ed amministrative), sia costi indiretti conseguenti alla percezione di un rischio maggiore da parte di soggetti terzi (ad esempio, i fornitori potrebbero essere riluttanti ad intrattenere rapporti commerciali o potrebbero pretendere condizioni contrattuali sfavorevoli, i finanziatori potrebbero richiedere un rendimento maggiore o rifiutarsi di fornire ulteriori risorse finanziarie, sul mercato del lavoro potrebbe essere più difficile assumere personale disposto ad operare in un'azienda in crisi). La probabilità di sostenere tali costi di dissesto rappresenta uno svantaggio del debito in termini di riduzione del valore dell'impresa, che si contrappone al vantaggio fiscale legato alla deducibilità degli oneri finanziari. Secondo la teoria del *trade-off*, quindi, il livello di indebitamento ottimale è quello che massimizza la differenza tra i benefici fiscali del debito e i costi del dissesto.

Un merito importante di questa teoria è inoltre quello di riconoscere che non esiste una struttura finanziaria ideale in assoluto, ma ogni impresa è caratterizzata da un proprio rapporto ottimale di indebitamento. In questo modo si possono spiegare ad esempio le differenze nella struttura finanziaria di imprese operanti in settori diversi: secondo quanto previsto dal modello, infatti, le imprese caratterizzate da attività tangibili e sicure e da cospicui redditi imponibili tenderebbero a ricorrere in misura maggiore alla leva finanziaria, mentre le imprese con attività intangibili e rischiose privilegierebbero il finanziamento degli investimenti con capitale proprio.

1.1.3 I costi di agenzia

Jensen e Meckling (1976) suggeriscono che, nel determinare la struttura finanziaria ottimale, è necessario includere nel *trade-off* tra debito e capitale anche i cosiddetti costi di agenzia, ossia quei costi che l'impresa sostiene per limitare eventuali comportamenti opportunistici e conflitti di interesse esistenti tra azionisti e creditori e tra azionisti e *managers*.

Per quanto riguarda il rapporto di agenzia tra azionisti e creditori, al crescere dell'indebitamento e delle probabilità di fallimento è possibile che vengano effettuate delle scelte più svantaggiose per i creditori, come una maggiore distribuzione degli utili, investimenti potenzialmente più remunerativi ma dal profilo di rischio maggiore o la rinuncia ad investimenti interessanti che richiederebbero un aumento di capitale o per via del fatto che la ricchezza creata sarebbe principalmente distribuita ai creditori. Ciò porta ad azioni difensive da parte dei creditori, come l'aumento del tasso di interesse o la richiesta di garanzie aggiuntive, che rappresentano dei costi di agenzia connessi al capitale di debito. Allo stesso tempo, il debito può apportare anche dei benefici in termini di valore aziendale in quanto rappresenta uno strumento di controllo sulla discrezionalità manageriale: in presenza di cash flow elevati, infatti, il peso delle quote capitale da rimborsare e degli oneri finanziari riduce il margine di discrezionalità del management; inoltre, al fine di ridurre il rischio di credito, i finanziatori effettuano spesso azioni di monitoraggio che aiutano a contenere i rischi di gestione.

Per quanto riguarda invece il rapporto di agenzia tra azionisti e *managers*, può succedere che questi ultimi perseguano anche obiettivi personali accanto agli obiettivi d'impresa; ulteriori costi di agenzia sono generati quindi dalle azioni di controllo del *management* e dalla ricerca del giusto sistema di incentivi che assicuri la massima efficienza.

Secondo questo modello, il livello di indebitamento ottimale deriva dal *trade-off* tra costi e benefici del capitale di debito (definiti in base ai rapporti di agenzia tra azionisti e creditori) e costi e benefici del capitale di rischio (definiti in base ai rapporti di agenzia tra azionisti e *managers*). La struttura finanziaria ottimale è quindi quella che minimizza i costi di agenzia associati al capitale proprio e al capitale di debito.

1.1.4 La presenza di asimmetrie informative

Ulteriori evoluzioni sul modello Modigliani-Miller abbandonano l'ipotesi di diffusa e identica informazione e considerano la presenza di asimmetrie informative tra impresa e sistema finanziario. In questi modelli, i finanziatori interpretano le modificazioni della struttura finanziaria sulla base di segnali sulle condizioni di rischio e profittabilità dell'impresa appositamente inviati dal *management*. Leland e Pyle (1977) sostengono ad esempio che un aumento di capitale proprio costituisca un segnale positivo sulla redditività dell'impresa, in quanto sottende ad un atteggiamento di fiducia da parte degli azionisti che sono disposti ad

investire ulteriori risorse personali nel progetto imprenditoriale. Al contrario, Ross (1977) sostiene che il mercato reagisca positivamente ad un aumento del debito, ritenendo che l'impresa operi in condizioni migliori di quelle desumibili dall'esterno e con una capacità di credito non ancora esaurita. Nonostante le divergenze di opinioni, quindi, entrambe le linee interpretative evidenziano che la presenza di asimmetrie informative ha qualche influenza sulla determinazione della struttura finanziaria dell'azienda.

1.1.5 L'ordine di scelta delle fonti di finanziamento

Una delle critiche più famose all'ipotesi di irrilevanza della struttura finanziaria di Modigliani-Miller è data dalla teoria dell'ordine di scelta delle fonti di finanziamento (*pecking order theory*), che sostiene non solo la non perfetta sostituibilità, ma addirittura una gerarchia ben definita delle fonti di finanziamento aziendali (Fazzari, Hubbard, Petersen, 1988; Myers, 1984; Myers, Majluf, 1984).

In generale infatti, a causa dell'esistenza di asimmetrie informative tra l'impresa e il mercato finanziario, i manager preferiscono sempre utilizzare le fonti interne (utili non distribuiti), dal momento che il loro utilizzo non implica costi di agenzia e non dà luogo a segnali negativi; se l'autofinanziamento non è sufficiente e l'impresa necessita di ricorrere a fonti esterne, viene poi preferito il capitale di debito al capitale di rischio, almeno fin quando i costi del dissesto si mantengono

accettabili; solo in ultima battuta, quando il ricorso al debito diviene eccessivamente oneroso, i manager decidono l'emissione di nuove azioni.

Infatti l'aumento del capitale di rischio risulta in genere molto oneroso per l'azienda in quanto i *manager*, che posseggono informazioni sull'azienda non accessibili all'esterno, sono incentivati ad emettere azioni quando ritengono che il prezzo di mercato sia maggiore del reale valore dell'impresa, ovvero quando l'impresa è sopravvalutata dal mercato: anticipando questo comportamento, gli investitori percepiscono l'emissione di nuove azioni come un segnale negativo, imponendo di solito uno sconto sulle azioni di nuova emissione (Akerlof, 1970; Myers, Majluf, 1984).

Secondo la *pecking order theory*, quindi, non esiste un rapporto di indebitamento ottimale e le scelte di struttura finanziaria dipendono principalmente dallo squilibrio tra il fabbisogno finanziario per investimenti e le risorse interne. Da ciò è ipotizzabile inoltre una correlazione negativa tra la redditività dell'impresa e il rapporto di indebitamento.

1.1.6 Considerazioni sulle diverse teorie

Dopo aver esaminato le principali ricerche sull'esistenza di una struttura finanziaria ottimale e sulle caratteristiche che la determinerebbero, si evince che, in realtà, la letteratura economica è ancora lontana dall'aver trovato una risposta esauritiva a questi temi e, mentre ciascuna teoria si sofferma su elementi teorici

diversi (effetti della tassazione, costi di agenzia, asimmetrie informative, ecc), nessuna di esse sembra in grado, da sola, di spiegare completamente il problema della struttura finanziaria ottimale di un'impresa.

Ciò è evidente dalla tabella 1.2, che riassume i principali risultati della letteratura teorica ed empirica sulle determinanti del ricorso al capitale di debito, raggruppandoli per argomento; osservando la correlazione tra il debito finanziario e le diverse variabili che lo influenzano emerge in modo chiaro come diversi modelli teorici abbiano prodotto risultati spesso contrastanti, adducendo motivazioni diverse. Nonostante ciò, è interessante notare che, nel corso del tempo, c'è stato un passaggio da enunciazioni di natura prevalentemente deduttiva e normativa a formulazioni di tipo induttivo, che partono dalla diretta osservazione degli agenti economici. Inoltre, mentre fino a qualche anno fa si riteneva che le teorie di finanza aziendale avessero una valenza generale per tutte le imprese, oggi la letteratura è concorde sul fatto che non esista una struttura finanziaria ottimale in senso assoluto, ma essa vada valutata in base alle caratteristiche delle singole imprese e alle condizioni in cui operano. Per questo motivo, si riconosce ad esempio la necessità di un approccio specifico per l'analisi delle PMI e si considera che, in ogni caso, la struttura finanziaria ottimale potrebbe differire da un'impresa all'altra anche all'interno dello stesso settore o addirittura per una stessa impresa nel corso del tempo.

Tabella 1.2: *Le determinanti del finanziamento con debito*

Correlazione:		Motivazione	Modelli di riferimento teorici ed empirici di maggiore rilevanza
tra finanziamento con debito e	Tipo		
...asimmetrie Informative	+	Il debito "non rischioso" è visto come una forma di finanziamento che non implica una sottovalutazione del valore dell'impresa da parte del mercato. Il debito è un modo per evitare di segnalare informazioni.	Ross 1977 Leland e Pyle 1977 Myers e Majluf 1984
	-	Problemi di <i>adverse selection</i> e <i>moral hazard</i> nel rapporto con i finanziatori possono rendere difficoltoso l'accesso al credito da parte delle imprese.	Townsend 1979 Stiglitz e Weiss 1981 Diamond 1984
...profitabilità	+	In presenza di una elevata profitabilità degli investimenti, il finanziamento con debito consente di non modificare gli assetti proprietari e quindi la destinazione dei profitti	Long e Malitz 1985
	-	L'elevata profitabilità dell'investimento rende disponibili maggiori fondi interni che, in accordo con la <i>pecking order theory</i> , è la fonte di finanziamento preferita al debito e all'emissione di nuove azioni.	Myers 1984 Kester 1986
... cash-flow disponibile	+	L'indebitamento è visto come un elemento di disciplina in presenza di problemi di <i>agency</i> nelle imprese con separazione tra proprietà e controllo.	Jensen 1986 Stulz 1990
	-	La disponibilità di fondi generati dalla gestione rende non necessario il ricorso all'indebitamento di breve periodo.	Myers e Majluf 1984 Chang 1987
... rischio di acquisizione da parte di altre imprese	+	E' stato osservato che in risposta ad una minaccia di <i>takeover</i> , la società target incrementa il finanziamento con debito e questo si riflette in un innalzamento del prezzo delle azioni.	De Angelo e De Angelo 1985; Harris e Raviv 1988 Stulz 1988; 1990
...opportunità di crescita	-	Questo tipo di correlazione osservata non è stata interpretata in modo univoco.	Jensen e Meckling 1976; Stulz 1990
	+	Per attività rischiose, l'indebitamento consente di condividere il rischio del progetto. Inoltre l'indebitamento ha il vantaggio per l'impresa virtuosa di appropriarsi degli utili che residuano dopo il pagamento degli interessi passivi.	Kester (1986)
CARATTERISTICHE DELL'INDUSTRIA			
Presenza di elevati livelli di immobilizzazioni materiali	+	E' stata osservata una correlazione positiva tra il livello di indebitamento e la presenza di immobilizzazioni materiali.	Fama e French 2000 Rajan e Zingales 1995
Livello di competizione	+	L'incremento del livello di indebitamento consente all'impresa di intraprendere attività e realizzare strategie più rischiose.	Brander e Lewis 1986
Produzione di beni specifici/di elevata qualità	-	L'indebitamento tende a crescere con il crescere dell'elasticità della domanda e con il ridursi del livello di qualità del prodotto. La produzione di beni di qualità elevata e di lunga durata si accompagna a bassi livelli di indebitamento.	Titman 1984 Titman e Wessels 1988
Dimensioni/età'	-	Al crescere dell'età e della dimensione l'impresa tende a far affidamento su modalità di finanziamento differenziate.	Carey et al. 1993 Berger e Udell 1998
	+	Al ridursi delle asimmetrie informative e all'aumentare della reputazione, la capacità dell'impresa di ottenere credito aumenta.	Hirshleifer e Thakor 1992
Sistema di tassazione del Reddito di impresa	+	Il sistema di tassazione dei redditi d'impresa, consentendo la deducibilità degli interessi passivi, ma non anche quella della distribuzione degli utili, riduce di fatto il costo del finanziamento con debito.	Vasta letteratura: per una rassegna recente si veda Graham 2003.

Fonte: Di Majo, Paziienza, Triberti (2005)

1.2 LA SCELTA TRA PRESTITO BANCARIO ED EMISSIONI OBBLIGAZIONARIE

Come discusso in precedenza, nel corso del tempo si è sviluppata una vasta letteratura sulla finanza d'impresa che ha analizzato il tema della struttura finanziaria, intesa come combinazione tra capitale di rischio e capitale di debito. Alcuni studi, inoltre, si sono soffermati in modo più specifico sull'articolazione del capitale di debito ed in particolar modo sulla scelta tra prestito bancario ed emissioni obbligazionarie.

La teoria economica che si sviluppa attorno alla scelta tra prestito bancario e prestito obbligazionario sostiene che uno dei fattori principali che incidono sulla decisione di emettere obbligazioni è dato dalla reputazione dell'azienda, sia in termini di qualità del progetto, sia in termini di robustezza della struttura finanziaria.

Diamond (1991) suggerisce che le aziende con una reputazione media possano affidarsi principalmente al finanziamento bancario che, grazie al maggiore monitoraggio sostenuto dalle banche creditrici rispetto agli obbligazionisti, riduce il problema del *moral hazard*; per le aziende è possibile invece ricorrere al canale obbligazionario solamente dopo aver accresciuto la propria reputazione sul mercato in modo da mitigare gli effetti del *moral hazard*, cioè attraverso risultati positivi ottenuti durante il monitoraggio che incentivino gli investitori a concedere finanziamenti anche in assenza di monitoraggio. Secondo questo modello, quindi, le aziende che fanno maggiormente affidamento al credito bancario sono le

cosiddette *middle-rated*, ossia quelle la cui affidabilità non è abbastanza alta da consentire il finanziamento diretto sul mercato obbligazionario, ma è sufficiente per il finanziamento bancario tramite un opportuno monitoraggio. Sulla stessa linea, Rajan (1992) aggiunge che le migliori capacità di monitoraggio delle banche comportano non solo benefici ma anche dei costi per l'impresa, in quanto esse acquisiscono di fatto un potere tale da influenzare le decisioni di investimento. Il modello sostiene quindi che, nella scelta tra prestito bancario ed emissioni obbligazionarie, le imprese con progetti di qualità intermedia preferiscano finanziarsi presso le banche, mentre per le imprese con i progetti migliori e peggiori potrebbe risultare più conveniente ricorrere al mercato obbligazionario. In modo simile, Chemmanur e Fulghieri (1994) e Bolton e Freixas (2000) enfatizzano le maggiori difficoltà di rinegoziazione del debito obbligazionario rispetto al debito bancario, che possono indurre le imprese più rischiose a limitare il ricorso al mercato obbligazionario preferendo le banche. Anche Cantillo e Wright (2000) supportano questa tesi, attraverso un'analisi empirica sulle scelte di finanziamento delle aziende che conferma la preferenza del finanziamento diretto sul mercato dei capitali da parte delle imprese meno rischiose e con redditività maggiore.

Un altro contributo alla teoria economica della scelta tra prestito bancario e obbligazionario può essere ottenuto dal modello del *debt overhang* di Myers (1977) secondo cui, in presenza di debito eccessivo, un'azienda potrebbe essere

disincentivata ad investire in progetti aventi un valore attuale netto positivo a causa del fatto che gran parte dei relativi benefici ricadrebbe sui creditori e non sugli azionisti. Estendendo questo modello alla decisione di emettere obbligazioni, le aziende con maggiori opportunità di sviluppo potrebbero preferire non indebitarsi troppo nel lungo periodo, quindi limitare l'emissione di obbligazioni, per evitare di dover condividere i benefici derivanti dalla crescita futura con i creditori.

Per quanto riguarda gli studi empirici sull'argomento, essi si soffermano soprattutto sull'analisi dello sviluppo del mercato obbligazionario nei diversi paesi in relazione alle relative variabili macroeconomiche, tra cui l'inflazione, la crescita del PIL, la liquidità e la volatilità dei mercati, la politica fiscale, cercando inoltre di individuare le motivazioni alla base di improvvisi aumenti delle emissioni in particolari periodi (tra gli altri, Guscina, Pedras, Presciuttini, 2014).

Invece, solo pochi studi affrontano in modo specifico la scelta di emettere obbligazioni al fine di identificare le caratteristiche principali delle emittenti, tra cui Cantillo e Wright (2000), Dennis e Mihov (2003), Mizen e Tsoukas (2013). Il risultato che si riscontra più comunemente in queste analisi è la correlazione tra la probabilità di emettere obbligazioni e la dimensione aziendale, che è coerente con l'esistenza di elevati costi fissi di emissione ed asimmetrie informative che costituiscono un ostacolo all'accesso al mercato obbligazionario da parte delle aziende di dimensione minore. Anche la situazione finanziaria risulta avere un

impatto sulla probabilità di emettere obbligazioni: mentre alcuni studi (Cantor, 1990 e Bougheas, Mizen, Yalcin, 2006) rilevano una correlazione negativa tra il leverage e l'emissione di obbligazioni, lasciando ipotizzare che l'accesso al mercato obbligazionario sia più difficile per le aziende con una struttura finanziaria debole, altri autori (Dennis e Mihov, 2003) ritengono invece che un alto indebitamento potrebbe essere un indice di una buona reputazione creditizia e di una maggiore capacità di ottenere prestiti.

Anche se gran parte della letteratura non distingue tra le imprese che emettono obbligazioni per la prima volta e quelle più esperte, alcuni studi si concentrano sulle prime in modo da identificare in modo più preciso le caratteristiche che determinano la scelta di emettere obbligazioni e, in alcuni casi, tentare una stima delle "emittenti potenziali" presenti nel mercato. Vanno in questa direzione ad esempio Datta, Iskandar-Datta e Patel (2000), Hale e Santos (2008) o il più recente studio della Banca d'Italia (2015a).

Negli ultimi anni, infine, vista la particolare congiuntura economica ed a seguito del *credit crunch* che si è osservato durante la crisi economica, è stata data una particolare rilevanza al tema del finanziamento obbligazionario come canale alternativo e complementare al prestito bancario. Schirone (2014) calcola che la somma della capacità di autofinanziamento delle imprese italiane e del credito bancario disponibile non è ancora sufficiente a coprire l'intero fabbisogno finanziario per gli investimenti delle aziende; egli individua quindi una possibile

soluzione a questo problema nel maggiore ricorso al mercato obbligazionario che, con lo sviluppo dei minibond, è stato reso maggiormente accessibile anche alle PMI.

CAPITOLO 2

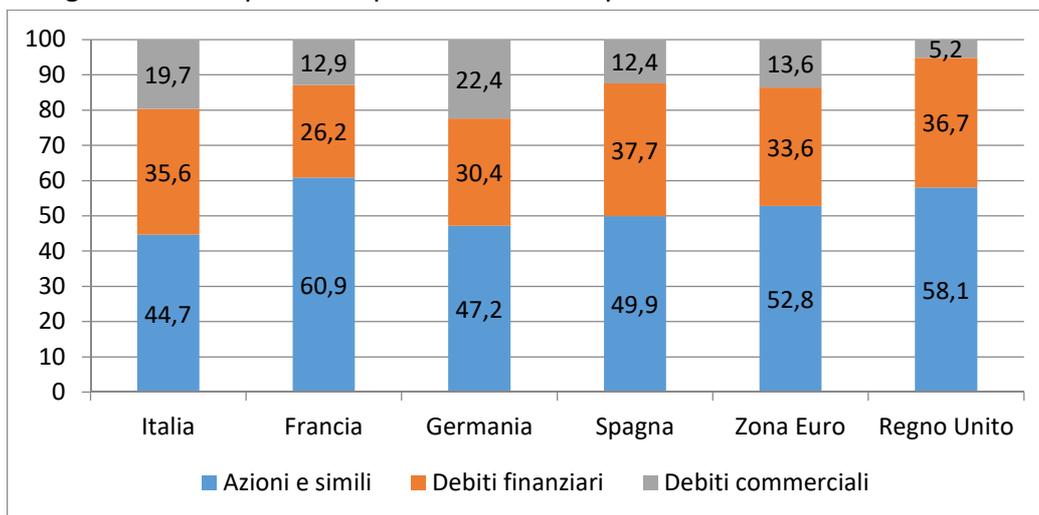
IL CONTESTO ECONOMICO

L'obiettivo del capitolo è quello di offrire una panoramica della situazione del credito in Italia, in modo da poter comprendere il contesto in cui si sono sviluppate le riforme che hanno introdotto i nuovi strumenti di finanziamento noti come minibond. In apertura viene analizzata la struttura finanziaria delle imprese italiane che, nel confronto internazionale, risultano altamente indebitate e con una forte predominanza del canale bancario sul totale delle fonti di finanziamento. Nel paragrafo successivo vengono quindi analizzate le cause che, a partire dall'Unione Monetaria, hanno determinato l'eccesso di offerta di credito da parte delle banche, supportata da una corrispondente domanda da parte delle imprese. Sono inoltre delineati i potenziali fattori di rischio intrinseci in un sistema bancocentrico come quello italiano. Il terzo paragrafo, infine, descrive il fenomeno del *credit crunch* che si è sviluppato durante la crisi e la difficile situazione in cui si sono venute a trovare le imprese italiane che, in un momento di contrazione delle erogazioni bancarie, si sono ritrovate prive di fonti di finanziamento alternative. Questa situazione ha rinnovato il dibattito sulla debolezza del nostro sistema finanziario ed ha incentivato una serie di interventi legislativi, tra cui quelli che hanno portato alla diffusione dei minibond.

2.1 LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE AZIENDE ITALIANE

Il modello di finanziamento delle imprese italiane è stato storicamente caratterizzato da una forte dipendenza dal credito bancario, da un basso livello di capitalizzazione e da una tendenza alla chiusura agli investitori esterni. Nel confronto con i principali paesi europei, è evidente come la suddivisione delle fonti di finanziamento sia sensibilmente diversa (figura 2.1).

Figura 2.1: *Composizione percentuale delle passività delle aziende nel 2013*



Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia

In primo luogo, la componente azionaria in Italia presenta un peso relativamente basso sul totale delle fonti di finanziamento (44,7% contro una media europea del 52,8%). Questo testimonia uno scarso ricorso al capitale di rischio da parte delle imprese italiane, per motivi dovuti sia ad ostacoli amministrativi e fiscali, sia ad un approccio culturale che tende a sottocapitalizzare le aziende (modello “famiglia

ricca-impresa povera”) e a diffidare da ipotesi di ampliamento della compagine sociale o di quotazione su mercati regolamentati (Consorzio camerale per il credito e la finanza, 2014).

I debiti finanziari, invece, rappresentano in Italia una quota superiore rispetto alla media europea, pari al 35,6% contro il 33,6% della zona euro. Lo scarso ricorso al capitale di rischio e l'eccessivo indebitamento rendono le nostre aziende patrimonialmente deboli e risultano in un grado di copertura degli investimenti con fonti interne che è tra i minimi nel confronto internazionale. Ciò emerge con chiarezza confrontando il *leverage*, definito come rapporto tra debiti finanziari e somma degli stessi con il patrimonio, che è pari in Italia al 44,4% ed è il più alto tra i paesi considerati (tabella 2.1). I risultati sono simili quando si utilizzano dati relativi alle singole imprese piuttosto che dati aggregati: in base ad analisi condotte su un campione di 600.000 aziende dell'area euro, nel 2010 le società italiane avevano un *leverage* più elevato delle altre in quasi tutti i settori e classi dimensionali. Il divario, comunque, è molto ampio per le società di minore dimensione, mentre si riduce (fino quasi ad annullarsi) per le aziende più grandi (Panetta, 2014).

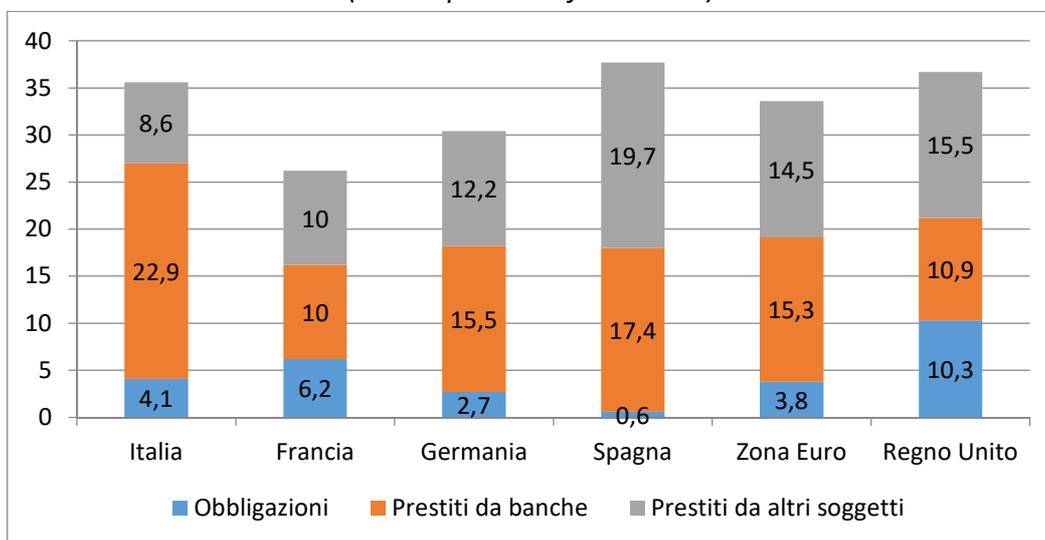
Tabella 2.1: *Leverage*

	Leverage
Italia	44,4
Francia	30,2
Germania	39,2
Spagna	43,0
Zona Euro	38,9
Regno Unito	38,7

Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia

All'interno dei debiti finanziari è poi possibile distinguere tra obbligazioni, prestiti verso banche e prestiti verso altri soggetti (società di factoring, società di leasing, debiti infragruppo, debiti cartolarizzati). Quando si osserva più nel dettaglio la loro articolazione, quindi, si nota in Italia una forte predominanza dei debiti bancari sul totale dei debiti finanziari, molto più di quanto accada in altri paesi europei e anglosassoni (figura 2.2 e tabella 2.2). Anche che in Spagna e Regno Unito, dove i debiti finanziari rappresentano una quota percentuale delle passività maggiore che in Italia, la loro composizione è profondamente diversa ed i debiti bancari pesano in misura inferiore sul totale dei debiti finanziari.

Figura 2.2: *Composizione percentuale dei debiti finanziari nel 2013*
(su tot. passività finanziarie)



Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia

Tabella 2.2: *Rapporto tra debiti bancari e debiti finanziari (2013)*

	Debiti bancari/Debiti finanziari
Italia	64,2
Francia	38,3
Germania	50,9
Spagna	46,2
Zona Euro	45,5
Regno Unito	29,6

Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia

Bisogna poi considerare che queste statistiche si riferiscono a tutte le imprese attive in Italia, incluse le aziende ed i gruppi che fanno ampio ricorso ai mercati azionari e obbligazionari quali canali complementari di finanziamento. Quando invece si considerano solamente le aziende di minore dimensione, che di fatto

hanno maggiori difficoltà a trovare finanziamenti alternativi al credito bancario, la dipendenza da questo canale risulta ancora più marcata. Nel 2012, ad esempio, le PMI¹ italiane che avevano ottenuto un prestito bancario mostravano un valore mediano del rapporto tra debiti bancari e debiti finanziari pari al 98% (Politecnico di Milano, 2015).

Diversamente, il peso delle obbligazioni sul totale dei debiti finanziari delle imprese italiane è molto contenuto. Questo canale, inoltre, è stato storicamente sfruttato in maniera quasi esclusiva dalle grandi imprese, mentre restrizioni culturali e legislative ne hanno spesso bloccato l'accesso alle piccole e medie imprese.

Dai dati visti finora emerge quindi un problema cruciale nel nostro sistema produttivo: la finanza d'impresa fa troppo conto sul debito, e troppo di questo è bancario. Ciò rende le nostre aziende strutturalmente deboli e fortemente esposte a potenziali condizioni di stress del mercato, come è accaduto negli ultimi anni.

Come abbiamo visto, pur riferendosi alla totalità delle imprese italiane, questa situazione è ancora più marcata per le imprese di minore dimensione. Ciò risulta particolarmente significativo quando si considera che la struttura produttiva italiana è estremamente frammentata: le PMI italiane, ad esempio, incidono sul sistema produttivo con un peso molto maggiore che in Francia e in Germania (in

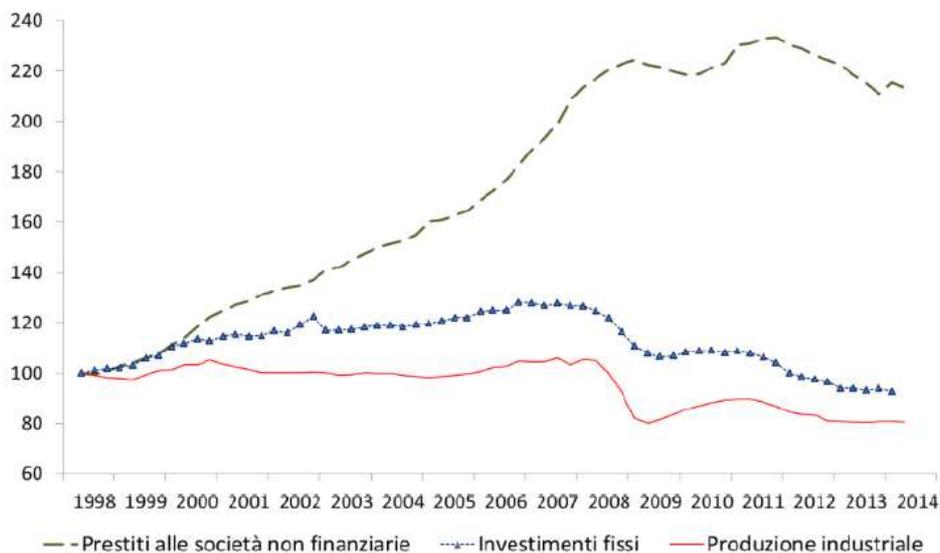
¹ In base alla Raccomandazione 2003/361/CE le piccole e medie imprese (PMI) sono definite sulla base di criteri di natura dimensionale come le imprese il cui organico sia inferiore a 250 persone e il cui fatturato non superi € 50 milioni o il cui totale di bilancio annuale non superi € 43 milioni.

termini sia numerici, sia di rilevanza economica). Da qui l'importanza di incentivare, anche per le PMI, una struttura finanziaria più solida attraverso un maggiore ricorso al capitale di rischio, da un lato, ed una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento, dall'altro.

1.2 IL BANCOCENTRISMO IN ITALIA: SVILUPPO E CRITICITA'

Lo sbilanciamento della struttura finanziaria delle imprese a favore del credito bancario trova riscontro, dal lato dell'offerta, nella sostenuta espansione dei prestiti bancari prima della crisi (Panetta, 2014). Il bancocentrismo italiano, infatti, pur avendo una caratterizzazione storica più lontana, si è fortemente accentuato con l'avvio dell'Unione monetaria: in quegli anni la possibilità di reperire finanziamenti all'ingrosso a basso costo consentiva alle banche di slegare l'andamento del credito da quello della raccolta al dettaglio (le risorse distribuite, in effetti, andavano ben oltre la quota finanziata con depositi e obbligazioni al dettaglio), trasformando i prestiti bancari in una sorta di commodity ed alimentando una certa dipendenza dal credito, che cresceva in misura superiore rispetto alla produzione e agli investimenti industriali (figura 2.3).

Figura 2.3: *Prestiti alle imprese e principali driver della domanda di credito (giugno 1998=100)*



Fonte: Ministero dello Sviluppo Economico (2014)

D'altra parte, ulteriori condizioni hanno incentivato il ricorso al credito bancario dal lato della domanda, contribuendo allo sviluppo del bancocentrismo italiano (Panetta, 2014). Tra queste, la normativa fiscale da sempre ha favorito maggiormente gli strumenti di debito piuttosto che di capitale: l'elevata tassazione dei redditi aziendali, infatti, favorisce l'indebitamento rispetto ad altre forme di finanziamento per effetto della deducibilità degli interessi passivi dal reddito d'esercizio; inoltre, in Italia le relative aliquote fiscali sono più alte che in altri paesi, consentendo alle imprese di dedurre dall'imponibile un ammontare di oneri finanziari maggiore. In secondo luogo, l'eccessivo ricorso al canale bancario è stato favorito dai limiti oggettivi del mercato azionario e, soprattutto, obbligazionario, che in Italia si presentano ancora rigidi e poco sviluppati. Infine,

un'ultima causa della predominanza del canale bancario sulle fonti di finanziamento va ricercata nei modelli di *governance* prevalenti nelle PMI italiane: molte di esse, infatti, sono caratterizzate da un controllo di tipo assoluto (esercitato da un unico soggetto privato) o familiare (dove la maggioranza del capitale è detenuta da soci che presentano tra loro vincoli di parentela) e sono restie ad accettare ulteriori investitori nel capitale di rischio o ad aprirsi ai mercati regolamentati. Ciò richiederebbe, ad esempio, un adeguato sviluppo del processo di rilevazione dei dati aziendali, nonché oneri di trasparenza e comunicazione e, in generale, una diversa gestione delle relazioni con i finanziatori, come approfondiremo nel capitolo quarto.

L'eccesso di intermediazione bancaria nel sistema produttivo, tuttavia, non è una situazione auspicabile in quanto comporta una serie di limiti (Consorzio camerale per il credito e la finanza, 2014; Forestieri, 2014).

In primo luogo, l'elevato bancocentrismo può causare l'attivazione di meccanismi pro-ciclici: nelle fasi cicliche negative, infatti, la maggiore difficoltà delle imprese a far fronte al rimborso dei prestiti genera un aumento dei rischi bancari e, di conseguenza, requisiti di patrimonializzazione più stretti per le banche. Ne risulta una contrazione dell'offerta di credito ed un aumento dei tassi di interesse, generando un circolo vizioso che di fatto amplifica gli effetti della congiuntura economica negativa.

Inoltre, un sistema bancocentrico rende le imprese strettamente dipendenti dalle condizioni del mercato bancario: le imprese, quindi, possono sperimentare una maggiore difficoltà di accesso al credito anche in assenza di maggiori rischi aziendali, come è accaduto ad esempio a seguito delle tensioni dovute alla crisi del debito sovrano.

Infine, un ulteriore fattore di rischio risiede nella composizione stessa dei prestiti bancari, costituiti per una quota elevata da operazioni a breve termine (circa il 40%, contro il 18% in Germania e Francia), di cui circa la metà a vista (Forestieri, 2014). Ciò ha il duplice effetto negativo di esporre le imprese a maggiori rischi di rifinanziamento e disincentivare gli investimenti più produttivi a lungo termine.

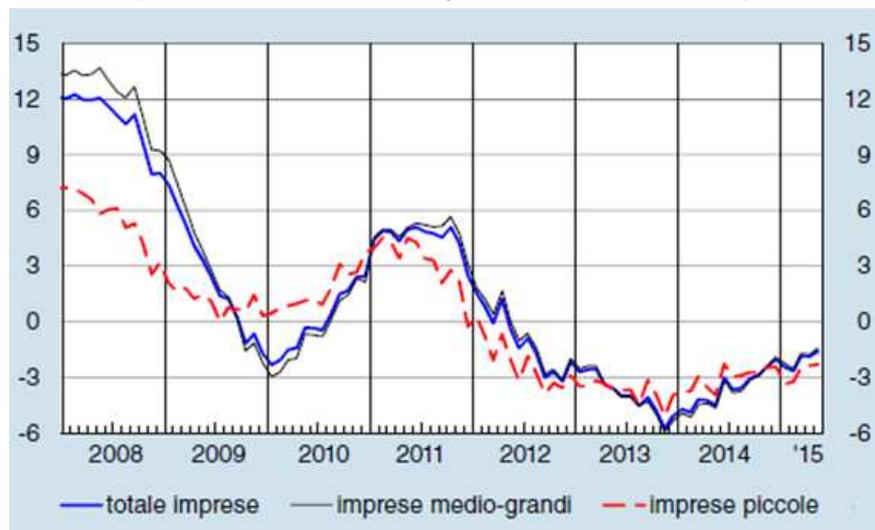
1.3 IL CREDITO ALLE IMPRESE DURANTE LA CRISI

Come discusso nei paragrafi precedenti, dopo l'avvio dell'Unione monetaria l'Italia ha sperimentato una forte espansione del credito bancario alle imprese, sostenuta sia dal lato della domanda sia da condizioni di offerta favorevoli.

La situazione però è profondamente cambiata con l'avvento della crisi finanziaria: da quel momento si è osservato un fenomeno di graduale contrazione delle erogazioni bancarie che ha assunto, nel corso degli anni, le dimensioni di un vero e proprio *credit crunch*. La figura 2.4 mostra le variazioni percentuali sui dodici mesi precedenti dei prestiti bancari erogati tra il 2008 ed il 2015, evidenziando non

solo un forte rallentamento delle erogazioni, ma addirittura valori negativi nel corso del 2009 e poi di nuovo da fine 2011 in poi.

Figura 2.4: *Prestiti bancari per classe dimensionale di impresa (dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)*



Fonte: Banca D'Italia (2015)

Questo fenomeno riflette non solo una minore domanda di credito da parte delle imprese, a seguito della riduzione degli investimenti connessa con la recessione, ma anche una contrazione dell'offerta da parte delle banche.

Un'analisi condotta dall'Osservatorio sul Credito Confcommercio sulle imprese del settore terziario mostra ad esempio che la riduzione del 17,4% delle imprese completamente finanziate tra il 2009 e il 2014 è dovuta per circa il 50% ad una riduzione delle richieste di finanziamento e per il restante 50% al mancato accoglimento della richiesta da parte della banca (Bella, 2015). Il rapporto Cer-

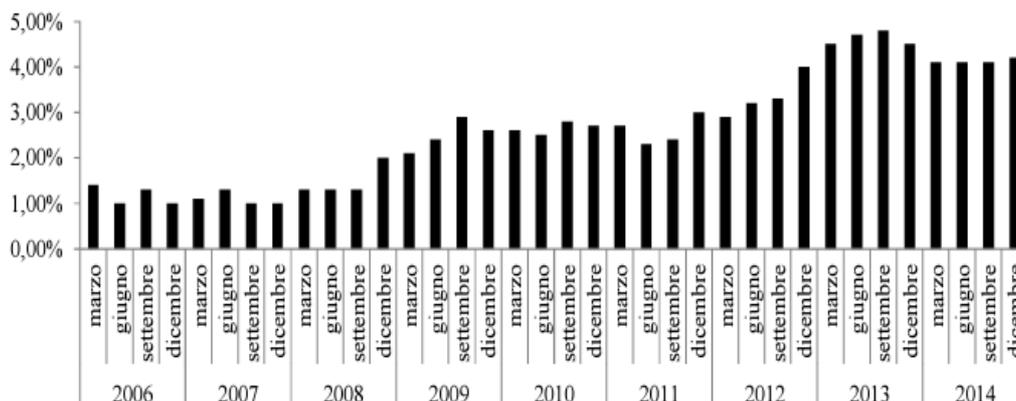
Confcommercio (2015) stima inoltre che il mancato credito per le PMI, calcolato come differenza tra il credito assorbibile dalle PMI ed il credito effettivamente erogato, ammonta a circa 100 miliardi di euro tra il 2010 e il 2014.

Solo in una fase iniziale questa stretta creditizia ha riflesso un peggioramento delle condizioni di raccolta, superato grazie ad opportuni interventi da parte dell'Eurosistema.

Successivamente, invece, la contrazione dell'offerta ha riflesso soprattutto un peggioramento della qualità del credito: durante la crisi economica globale la riduzione dei margini delle imprese ha causato infatti un aumento dei prestiti deteriorati (caratterizzati da anomalie di rimborso) ed in particolare delle sofferenze bancarie, ossia quella parte di credito bancario considerato non più recuperabile (figura 2.4). Ciò ha comportato maggiori obblighi di accantonamenti patrimoniali per le banche e, di conseguenza, una contrazione dell'offerta di credito ed una maggiore selettività nell'erogazione dei prestiti.² Naturalmente questa situazione, a sua volta, ha contribuito ad accentuare le tensioni finanziarie delle imprese (soprattutto le più rischiose), attivando il circolo vizioso già descritto nel paragrafo precedente.

² Oltre ad un'effettiva riduzione dei prestiti erogati, l'irrigidimento dell'offerta di credito durante la crisi si è manifestato anche con la richiesta di *spread* elevati o di garanzie aggiuntive, la riduzione della durata dei finanziamenti, l'allungamento dei tempi di delibera dei crediti.

Figura 2.4: *Flussi % di nuove sofferenze delle imprese in rapporto ai volumi di crediti concessi*



Fonte: Banca d'Italia

Negli ultimi anni, inoltre, le difficoltà di accesso al credito bancario sono state ulteriormente accentuate da fattori di natura strutturale, quali l'introduzione dei requisiti patrimoniali e di liquidità più rigidi (e pro-ciclici) voluti dalla normativa internazionale Basilea III (Alessandrini, 2015).

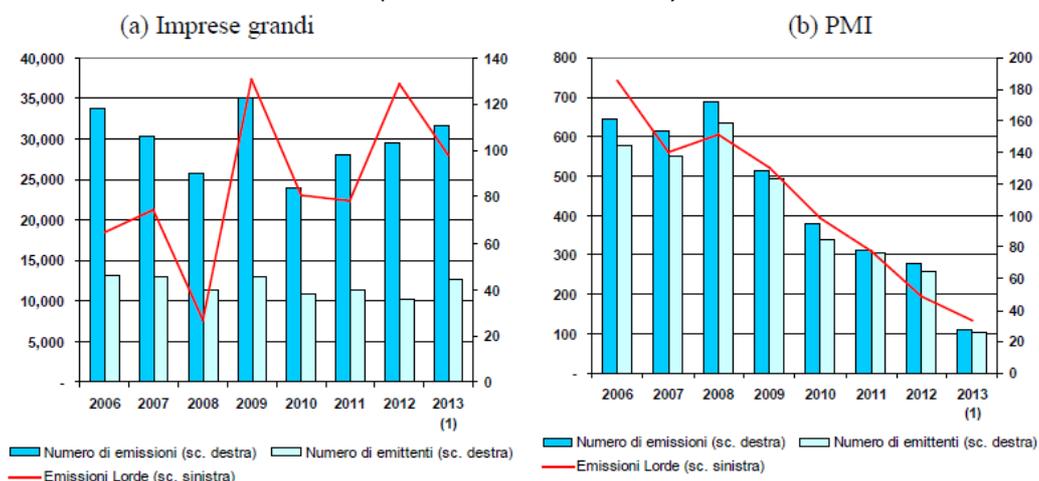
In conclusione, l'elevato bancocentrismo che caratterizzava il nostro paese già prima della crisi ha portato con sé dei fattori di criticità che si sono manifestati in maniera evidente non appena si sono venute a creare situazioni di stress nel mercato del credito. La forte dipendenza delle imprese dal canale bancario e la difficoltà, soprattutto per le PMI, ad accedere a fonti di finanziamento alternative le ha rese vulnerabili alle tensioni bancarie a cui abbiamo assistito negli ultimi anni, amplificando gli effetti della crisi. Questa situazione ha rianimato il dibattito sulla debolezza del nostro sistema finanziario ed incentivato, anche a livello legislativo, interventi volti sia ad incoraggiare un maggiore ricorso al capitale di rischio, sia a favorire una diversificazione del debito.

In primo luogo, quindi, il legislatore si è mosso favorendo la patrimonializzazione delle imprese con norme come quelle dell’Aiuto alla Crescita Economica (ACE), che consente di dedurre dal reddito imponibile il rendimento nozionale dei nuovi apporti di capitale, riducendo gli incentivi all’indebitamento. Pesa comunque lo scarso sviluppo del mercato del venture capital e del *private equity*, che nel nostro paese non è ancora decollato.

Sul fronte della diversificazione del debito, il passo da compiere è quello dello sviluppo del mercato obbligazionario, che finora è stato sfruttato principalmente dai grandi gruppi industriali. Durante la crisi, in effetti, si è registrato un notevole aumento nel ricorso al mercato obbligazionario da parte delle grandi imprese, non solo come risposta alla contrazione dei prestiti bancari, ma anche allo scopo di approfittare dei tassi di mercato eccezionalmente bassi e di una maggiore propensione degli investitori professionali e *retail* verso questo canale, che negli anni più difficili della crisi consentiva loro di ridurre i rischi di investimento rispetto ad un mercato borsistico altamente volatile (Politecnico di Milano, 2015).

La situazione, tuttavia, è completamente diversa per le piccole e medie imprese, per le quali il ricorso al canale obbligazionario resta del tutto marginale ed è addirittura diminuito durante gli anni della crisi (figura 2.5). Gli elevati costi fissi di emissione ed una normativa fiscale e civilistica penalizzante per le imprese non quotate hanno infatti a lungo disincentivato il ricorso a tale fonte di finanziamento da parte delle PMI.

Figura 2.5: *Emissioni di obbligazioni per dimensione di impresa (milioni di euro e unità)*



Fonte: Banca d'Italia e Dealogic

Negli ultimi anni però, proprio allo scopo di superare questi ostacoli, il Governo ha adottato una serie di provvedimenti normativi che hanno reso maggiormente accessibile il mercato obbligazionario alle emittenti non quotate, anche di piccola e media dimensione. Ciò ha permesso di aprire alle PMI un canale di finanziamento sostanzialmente nuovo ed ha portato ad un graduale sviluppo di un mercato dei minibond.

CAPITOLO 3

I MINIBOND COME STRUMENTO DI FINANZIAMENTO PER LE PMI

Tra il 2012 e il 2014 il Governo italiano ha proposto una serie di interventi che, facilitando l'accesso al mercato obbligazionario da parte delle imprese non quotate, hanno permesso anche alle PMI di finanziarsi sul mercato dei capitali tramite emissioni obbligazionarie di piccolo taglio, ribattezzate minibond. In apertura del capitolo vengono quindi ripercorse le principali novità introdotte dalla riforma, che hanno portato ad una graduale diffusione del nuovo strumento finanziario. Nel secondo paragrafo viene poi presentata una descrizione del segmento ExtraMOT PRO di Borsa Italiana, che attualmente rappresenta la principale piattaforma di negoziazione di questi strumenti. Il capitolo procede con un'analisi dei principali vantaggi del ricorso ai minibond per le società emittenti e di alcuni punti critici che possono ancora costituire un freno all'uso di questi strumenti. Al fine di valutare la risposta delle imprese alle nuove possibilità di finanziamento, vengono poi commentati i dati relativi ai titoli finora emessi, ricostruendone i principali trend di mercato. Infine, l'ultimo paragrafo identifica i principali investitori in minibond, che possono variare in relazione alle caratteristiche delle singole emissioni, con un riferimento particolare al recente sviluppo dei fondi di debito dedicati ai minibond.

3.1 L' EVOLUZIONE DELLA NORMATIVA

Tra il 2012 e il 2014 il Governo italiano è intervenuto in più fasi con una serie di provvedimenti legislativi che hanno rinnovato il quadro normativo della finanza d'impresa in Italia e facilitato l'ingresso nel mercato obbligazionario delle imprese non quotate (diverse da banche e microimprese³), anche di piccole e medie dimensioni. Da queste riforme sono nati i cosiddetti minibond, termine inizialmente introdotto dalla stampa per inquadrare le emissioni obbligazionarie di piccolo taglio, che costituiscono sostanzialmente una nuova *asset class* a medio-lungo termine rappresentativa soprattutto delle PMI italiane.

Tecnicamente i minibond costituiscono obbligazioni vere e proprie, ossia titoli di debito con scadenza non inferiore a 36 mesi, emessi per il reperimento di fondi a medio-lungo termine sul mercato dei capitali. Tra l'altro, la riforma ha previsto per le società non quotate anche la possibilità di emettere titoli obbligazionari con clausole di partecipazione e di subordinazione (purché la scadenza non sia inferiore a 36 mesi, come per le obbligazioni ordinarie). Questi strumenti, pur rimanendo dei titoli di debito, prevedono una maggiore condivisione delle dinamiche economiche dell'impresa da parte del sottoscrittore. In particolare, la clausola di partecipazione prevede che il corrispettivo versato al finanziatore sia composto da una parte fissa (non inferiore al Tasso Ufficiale di Riferimento) ed una

³ Ai sensi della Raccomandazione 2003/361/CE, sono definite microimprese le imprese con organico inferiore a 10 persone e fatturato o totale di bilancio sotto i 2 milioni di euro (entrambi i requisiti devono essere rispettati).

parte variabile, commisurata al risultato economico dell'impresa emittente. La clausola di subordinazione, invece, definisce i termini di postergazione del debito rispetto ad altri creditori della società, ad eccezione dei sottoscrittori del capitale sociale.

Accanto alle obbligazioni, le nuove norme disciplinano anche l'emissione da parte delle società non quotate delle cambiali finanziarie, caratterizzate da una scadenza più breve, compresa tra 1 e 36 mesi. Sebbene il termine minibond si riferisca tecnicamente alle sole obbligazioni, esso viene a volte utilizzato includendo anche le cambiali finanziarie al fine di comprendere in modo più generale l'insieme delle nuove opportunità di finanziamento previste dalla riforma per le società non quotate.

In particolare, i provvedimenti normativi che hanno contribuito allo sviluppo del mercato dei minibond sono, in ordine cronologico, il Decreto Sviluppo e il Decreto Sviluppo bis nel 2012, il Decreto Destinazione Italia nel 2013 e il Decreto Crescita e Competitività nel 2014. Di seguito sono commentate le più interessanti novità previste da questi interventi, sottolineandone di pari passo gli obiettivi perseguiti.

3.1.1 Decreti Sviluppo

Il Decreto Sviluppo (D.L. 83/2012 convertito con la Legge 134/2012) e il Decreto Sviluppo bis (D.L. 179/2012 convertito con la Legge 221/2012) hanno rimosso gli ostacoli di natura civilistica e fiscale che sottoponevano le imprese non quotate ad

un regime penalizzante per l'accesso al mercato obbligazionario. In questo modo, quindi, si è voluto aprire per le PMI un nuovo canale di finanziamento diretto sul mercato, favorendo una maggiore diversificazione delle passività verso strumenti alternativi e complementari al credito bancario.

Nello specifico, la disciplina civilistica prevede dei limiti all'emissione di obbligazioni, che possono essere emesse per una somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato, limite che può essere superato solo se le obbligazioni emesse in eccedenza sono sottoscritte da investitori professionali (art. 2412 del Codice Civile). Mentre nella previgente normativa queste disposizioni potevano essere disapplicate solo per le società per azioni quotate, l'art. 32 del Decreto Sviluppo ha esteso questa possibilità anche alle società non quotate, purché le obbligazioni emesse siano destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione (per le s.r.l. è inoltre necessario che l'emissione di obbligazioni sia prevista dallo Statuto). Ciò ha permesso anche alle imprese non quotate di emettere obbligazioni per importi sufficienti a finanziare progetti di crescita a medio-lungo termine.

Un ulteriore merito dei due Decreti Sviluppo è quello di aver allineato il regime fiscale applicato alle obbligazioni emesse da società non quotate a quello più favorevole previsto per le società quotate. Con la nuova normativa, infatti, è stato eliminato il vincolo con il quale si limitava la deducibilità degli interessi passivi alla

sola quota-parte inferiore o pari al doppio del tasso ufficiale di riferimento stabilito dallo Stato (per i titoli negoziati sui mercati regolamentati in UE inclusi nella “*white list*”⁴) o al tasso ufficiale moltiplicato per 5/3 (per gli altri titoli)⁵. E’ stata invece estesa anche alle società non quotate la piena deducibilità degli interessi passivi, così come per i cosiddetti “grandi emittenti”⁶ (fermo restando il limite del 30% del margine operativo lordo stabilito dall’art. 96 del TUIR), a condizione che i minibond siano negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione oppure che siano detenuti da investitori qualificati che non detengano (direttamente o indirettamente, tramite fiduciarie o per interposta persona) una quota superiore al 2% del capitale della società emittente ed a patto che il beneficiario dei proventi sia residente in Italia o in paesi che garantiscano un adeguato scambio di informazioni⁷. Il Decreto Sviluppo ha previsto inoltre la deducibilità di tutte le spese di emissione dei minibond (*advisor, arranger, società di rating, ecc*) nell’esercizio in cui sono sostenute, secondo il principio di cassa.

Infine, sono stati introdotti vantaggi fiscali anche per gli investitori in minibond, ampliando la validità del regime fiscale di esenzione dalla ritenuta d’acconto sugli

⁴ Paesi che, aderendo ad una serie di convenzioni internazionali, consentono un adeguato scambio di informazioni fiscali inerenti gli investimenti nel loro territorio. Essi sono definiti nel DM del 4/9/1996 e successive modificazioni e integrazioni.

⁵ Con questa norma il legislatore intendeva evitare operazioni di arbitraggio fiscale in società con una ristretta base azionaria, come la sottoscrizione di obbligazioni ad alto rendimento da parte di soggetti riconducibili ai proprietari stessi allo scopo di godere dei vantaggi fiscali della deduzione.

⁶ Banche, società con azioni negoziate sui mercati e enti pubblici economici.

⁷ Per i minibond che non rispettano queste condizioni rimangono applicabili i limiti di deducibilità previsti dalla normativa precedente, che attualmente risultano particolarmente penalizzanti considerati i tassi di mercato eccezionalmente bassi.

interessi e altri proventi di strumenti finanziari previsto dal D.L. 239/1996. Prima della riforma, infatti, l'esenzione dalla ritenuta d'acconto si applicava solamente alle obbligazioni emesse da banche, società quotate ed enti pubblici economici trasformati in società per azioni, mentre le società non quotate erano soggette al regime delle ritenute ex art. 26 del D.P.R 600/73. Il Decreto Sviluppo ha invece esteso il regime dell'imposta sostitutiva del 20% (poi elevata al 26% dal 1 luglio 2014⁸) in luogo della ritenuta d'acconto anche per le società non quotate, a condizione che i titoli emessi siano negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di paesi UE o inclusi nella *white list*. Si tratta di un'agevolazione rilevante, in quanto comporta una semplificazione degli adempimenti a carico di emittente e sottoscrittore ed elimina un ostacolo all'afflusso di capitali stranieri.

3.1.2 Decreto Destinazione Italia

Il Decreto Destinazione Italia (D.L. 145/2013 convertito con la Legge 9/2014) ha successivamente introdotto altre importanti novità al fine di promuovere la diffusione nel mercato dei minibond. A questo scopo, è stata allargata la platea dei soggetti ammissibili alla sottoscrizione dei titoli e sono stati introdotti nuove agevolazioni fiscali per i sottoscrittori.

⁸ Il D.L. 66/2014 ha infatti disposto un aumento generalizzato dal 20% al 26% dell'aliquota delle ritenute e delle imposte sostitutive sui redditi di natura finanziaria.

In primo luogo l'art. 12 del Decreto Destinazione Italia ha esteso l'applicazione della Legge 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti anche alle obbligazioni e titoli simili, esclusi i titoli partecipativi, ibridi e convertibili. In questo modo si è voluto favorire la nascita di nuovi veicoli di investimento per i minibond, sostenendone la domanda.

Inoltre i minibond, i titoli emessi nell'ambito di relative operazioni di cartolarizzazione e le quote dei fondi che investono principalmente in tale categoria di obbligazioni sono stati ammessi a costituire attivi utili per la copertura delle riserve tecniche delle società assicurative e compatibili con i limiti di investimento dei fondi pensione. Allo stesso modo, i minibond sono stati ammessi come possibile garanzia dei titoli collateralizzati emessi dalle banche. Tutto ciò ha aperto ai minibond un mercato potenzialmente molto rilevante tra gli investitori istituzionali.

Il Decreto Destinazione Italia ha poi introdotto agevolazioni fiscali per i fondi comuni d'investimento, prevedendo l'esenzione dalla ritenuta d'acconto sugli interessi e proventi relativi a obbligazioni, titoli simili e cambiali finanziarie sottoscritte da organismi di investimento collettivo con quote possedute esclusivamente da investitori qualificati ed il cui patrimonio sia investito principalmente in tali titoli. In questo modo si rende fiscalmente neutro l'intervento dei fondi.

Un'ulteriore novità introdotta dal decreto è stata l'estensione del privilegio speciale sui beni mobili destinati all'attività di impresa, prima previsto solo per i crediti bancari, anche a garanzia delle emissioni obbligazionarie. In questo modo le imprese hanno più possibilità di ottenere nuovi finanziamenti sul mercato mobiliare (soprattutto quando non si posseggono proprietà immobiliari di alto valore) e, allo stesso tempo, viene offerta una maggiore tutela agli investitori.

Infine il Decreto Destinazione Italia ha introdotto un importante incentivo alla sottoscrizione di minibond prevedendo l'estensione della copertura del Fondo statale di Garanzia per le PMI⁹ alle sottoscrizioni di minibond da parte di investitori qualificati. La norma ha poi trovato attuazione con il decreto interministeriale del 5 giugno 2014, che ha definito l'ammontare massimo della disponibilità del Fondo, i requisiti e le caratteristiche delle operazioni ammissibili e le modalità di concessione della garanzia.

Nel dettaglio, le risorse stanziare dal Fondo (massimo 50 milioni di euro, raddoppiabili su proposta del Comitato di Gestione del Fondo) sono destinate per il 40% a garanzia su operazioni singole e per il 60% a garanzia su portafogli di minibond. Le garanzie sono concesse solamente in relazione ad obbligazioni emesse da PMI (come definite dalla Raccomandazione Europea 2003/361/CE del

⁹ Istituito con la Legge n. 662/96 ed operativo dal 2000, il Fondo di Garanzia per le PMI ha l'obiettivo di favorire l'accesso ai finanziamenti per le piccole e medie imprese.

6 maggio 2003)¹⁰, su richiesta di banche, intermediari finanziari e gestori. Ai fini dell'ammissibilità al Fondo, devono inoltre essere rispettati una serie di requisiti:

- l'emissione deve essere finalizzata al finanziamento dell'attività d'impresa; non sono ammessi invece alla garanzia del Fondo le emissioni che hanno ad oggetto la sostituzione di linee di credito già erogate al beneficiario finale;
- i titoli devono essere sottoscritti in data successiva all'accoglimento della garanzia da parte del Fondo;
- la scadenza dei titoli deve essere compresa tra i 36 e i 120 mesi;
- la quota coperta dalla garanzia del Fondo non deve essere assistita da altre garanzie, reali o assicurative.

La normativa stabilisce inoltre le modalità operative ed i limiti dell'intervento del Fondo di Garanzia per le singole operazioni e per i portafogli di minibond. Per quanto riguarda le singole operazioni di sottoscrizione di minibond, la copertura può arrivare fino al 50% del valore nominale nel caso di rimborso a rate dell'obbligazione o fino al 30% nel caso di rimborso unico alla scadenza, ed in ogni caso non può superare la soglia massima di 1,5 milioni di euro per singola impresa. La garanzia è concessa a seguito di una valutazione del beneficiario da parte del Fondo (che deve essere, indicativamente, almeno pari ad un rating di classe B) e

¹⁰ Sono soggetti beneficiari finali anche le società artigiane, ad esclusione dei settori ritenuti sensibili dall'Unione Europea, i consorzi e le società consortili costituiti tra PMI e le società consortili miste.

dietro pagamento di una commissione da parte del richiedente pari all'1% dell'importo garantito. Per quanto riguarda i portafogli di minibond, invece, è necessario ai fini dell'ammissibilità alla garanzia del Fondo che le singole sottoscrizioni non superino il 3% del valore nominale complessivo del portafoglio e che quest'ultimo sia compreso tra i 50 e i 300 milioni di euro. In questo caso, l'importo massimo della garanzia deve rispettare contemporaneamente le soglie dell'80% del valore della tranche junior, dell'8% del valore nominale complessivo del portafoglio e dell'80% della perdita di ciascuna operazione presente nel portafoglio. Ai fini dell'ottenimento della garanzia, rimane a carico del richiedente la verifica dei requisiti sulla dimensione e sul settore di appartenenza dell'impresa, sulle finalità dell'operazione e sul rating dell'impresa (ottenuto tramite ricorso ad un'agenzia esterna riconosciuta dalla Banca d'Italia).

La possibilità di ricorrere alla garanzia del Fondo, operativa dal 7 novembre 2014, costituisce un importante incentivo per i sottoscrittori di obbligazioni in quanto consente di contenere i rischi associati all'investimento e, nel contempo, di ridurre l'assorbimento patrimoniale per i soggetti sottoposti alla vigilanza prudenziale della Banca d'Italia.

3.1.3 Decreto Competitività

Il Decreto Crescita e Competitività (D.L. 91/2014 convertito con la Legge 116/2014), infine, ha voluto favorire la patrimonializzazione delle imprese¹¹ ed

¹¹ Ad esempio tramite il potenziamento dell'ACE.

ampliare i canali d'accesso al credito¹², oltre ad introdurre nuove misure volte ad aumentare l'interesse degli investitori istituzionali verso il mercato dei minibond. Con riferimento a quest'ultimo punto, tra gli interventi principali vi è la disapplicazione della ritenuta d'acconto sugli interessi e proventi finanziari derivanti da obbligazioni, titoli similari e cambiali finanziarie anche nel caso di titoli non negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione (quindi non più solamente per i titoli negoziati, come previsto dai Decreti Sviluppo), purché detenuti da investitori qualificati.

Inoltre è stata estesa l'esenzione dalla ritenuta d'acconto anche sugli interessi e proventi finanziari da obbligazioni e titoli simili detenuti da organismi di investimento collettivo (istituiti in Italia o in uno Stato UE, partecipati esclusivamente da investitori qualificati ed il cui patrimonio sia investito per almeno il 50% in tali titoli) e società per la cartolarizzazione dei crediti (emittenti titoli rivolti esclusivamente ad investitori qualificati ed il cui patrimonio sia investito per almeno il 50% in obbligazioni).

¹² Per quanto riguarda il finanziamento creditizio, ad esempio, è stata aperta anche alle compagnie di assicurazione, alle società di cartolarizzazione e ai fondi di investimento di concedere credito diretto alle imprese. E' stata inoltre eliminata la ritenuta d'acconto sui finanziamenti a medio-lungo termine concessi da banche, compagnie di assicurazione e fondi di credito esteri (Paesi UE e SEE), al fine di incentivare l'ingresso di capitali stranieri.

3.2 LA PIATTAFORMA EXTRAMOT PRO

Contestualmente alle riforme normative ed alla graduale diffusione dei relativi titoli di debito, è emersa la necessità di offrire alle imprese emittenti ed agli investitori una piattaforma di negoziazione adeguata.

Al fine di venire incontro a questa nuova esigenza ed offrire alle imprese un mercato nazionale adatto a cogliere le nuove opportunità previste dai Decreti Sviluppo, a partire da febbraio 2013 Borsa Italiana ha attivato all'interno del mercato ExtraMOT (il sistema multilaterale di negoziazione per gli strumenti obbligazionari) un nuovo segmento professionale denominato ExtraMOT PRO, accessibile ai soli investitori istituzionali (sono invece esclusi i piccoli risparmiatori e gli investitori retail) e dedicato alla negoziazione di obbligazioni corporate, cambiali finanziarie, strumenti partecipativi e *project bond*. ExtraMOT PRO rappresenta quindi un listino idoneo alla negoziazione dei mini-bond ed accessibile anche alle piccole e medie imprese (Borsa Italiana, 2013; KPMG, 2013; Politecnico di Milano, 2016).

La nascita di ExtraMOT PRO allinea l'offerta di Borsa Italiana a quella di altre borse europee, come Luxembourg Stock Exchange e Irish Stock Exchange, e dà la possibilità alle imprese italiane di negoziare i propri strumenti di debito su un mercato nazionale; questo aspetto rappresenta un'importante agevolazione soprattutto per le imprese di dimensione minore.

ExtraMOT PRO si configura come un sistema multilaterale di negoziazione e, come tale, prevede requisiti normativi e informativi meno stringenti rispetto al mercato regolamentato, aperto anche agli investitori retail. Ciò lo rende un mercato relativamente flessibile ed economico.

Gli unici requisiti per l'ammissione, sono infatti la pubblicazione dei bilanci degli ultimi due esercizi, di cui l'ultimo sottoposto a revisione contabile, e la redazione di un documento informativo, che può essere un prospetto di quotazione ai sensi della Direttiva Prospetti o, in alternativa, un documento di ammissione che contenga alcune informazioni essenziali previste dal regolamento di ExtraMOT PRO (raccomandabile per emissioni di taglio minore o in caso di *private placement*). Inoltre, per le società emittenti è possibile modulare il proprio accesso al mercato secondo le esigenze dei potenziali investitori: i documenti di ammissione possono essere redatti in inglese o in italiano, si possono adottare i principi contabili domestici o internazionali, il clearing può essere domestico o internazionale, si può prevedere o meno uno specialista per offrire un prezzo ufficiale giornaliero agli investitori, si può scegliere se dotarsi o meno di un rating. Infine, i costi di ammissione per ogni strumento sono molto contenuti: dopo una prima fase in cui Borsa Italiana ha adottato un regime transitorio che prevedeva un corrispettivo unico di quotazione pari a 500€ (per gli strumenti quotati entro il 31/12/2013), oggi il corrispettivo di quotazione è pari a 2500€ indipendentemente dalla durata del titolo, oppure 500€ se il titolo è già quotato in un altro mercato

regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione (*dual listing*); la figura del listing partner, inoltre, non è obbligatoria per questo segmento.

Oltre ai benefici fiscali previsti dal nuovo quadro normativo, la quotazione su ExtraMOT PRO consente alle società emittenti di godere dei benefici connessi all'internazionalità del brand di Borsa Italiana, tra cui sicuramente una maggiore visibilità e la possibilità di accedere ad un ampio network di potenziali investitori domestici e internazionali; si viene inoltre a creare una relazione continua con il mercato, agevolando l'emittente per ogni successivo ricorso al mercato dei capitali (KPMG, 2013).

Figura 3.1: *Alcuni esempi di minibond già emessi e quotati su ExtraMOT PRO*

Emittente	Settore	EUR M	Data Emissione	Data Scadenza	Rating	Rimborso	Cedola
TBS Group SpA	Consulting (Technology Services)	15	31.10.2014	31.10.2019	BBB+	A scadenza	6,50%
Sipcam SpA	Food & Beverage	15	30.09.2014	30.09.2019	BBB+	A scadenza	6,50%
Iacobucci SpA	Manufacturing	5	20.12.2013	20.12.2017	BB+	Piano ammortam.	8,00%
Coswell SpA	Cosmetics	15	21.07.2014	21.07.2019	BBB+	A scadenza	6,80%
Rigoni di Asiago Srl	Food & Beverage	7	18.07.2014	18.07.2019	A-	A scadenza	6,25%
Estra SpA	Utilities	50	14.07.2014	14.07.2019	BBB+	A scadenza	5,00%

Fonte: www.epic.it

Ad aprile 2015, inoltre, è stata aperto un nuovo portale ufficiale di Borsa Italiana dedicato al mercato ExtraMOT PRO, pensato per favorire ulteriormente l'incontro tra investitori e imprese. Tramite questa piattaforma, infatti, gli investitori, possono accedere a numerose informazioni e approfondimenti per le proprie decisioni di investimento, mentre le imprese hanno a disposizione un canale di accesso privilegiato alla community finanziaria da poter sfruttare per valorizzare la propria credibilità (Politecnico di Milano, 2016).

Nel corso del 2016 sono state introdotte anche alcune novità volte ad aumentare il volume delle transazioni su ExtraMOT PRO e a rendere il mercato più trasparente. In particolare, ad aprile 2016 Borsa Italiana ha firmato un accordo con Classis Sim (società di consulenza che ha tra i suoi azionisti Edward I. Altman, inventore del famoso indicatore di rischio Z-Score) per mettere a disposizione dei partner istituzionali di ExtraMOT PRO dei rating equivalenti di tutti gli emittenti di minibond calcolati utilizzando il Classis Pmi ZI-Score, un indicatore di rischio sviluppato da Altman in modo specifico per le PMI italiane. Anche se lo score di Altman non rappresenta un vero e proprio giudizio di rating (si basa sulle informazioni finanziarie dei due anni precedenti, ma non è supportato da una *due diligence* approfondita o da procedure rigorose), esso ha lo scopo di colmare un gap informativo notevole per gli investitori dovuto al fatto che, attualmente, solo il 20% dei minibond quotati su ExtraMOT PRO è dotato di un rating ufficiale (BeBeez, 13 aprile 2016; BeBeez, 18 aprile 2016).

Infine l'ultima novità, annunciata a seguito della Raccomandazione Consob sulla distribuzione degli strumenti finanziari del 18 ottobre 2016, è relativa alla possibilità di accedere anche su ExtraMOT e ExtraMOT PRO (come già accade sul MOT) alla quotazione diretta dei titoli. ExtraMOT e ExtraMOT PRO saranno dunque i primi sistemi multilaterali di negoziazione in Italia ad ammettere la possibilità della distribuzione diretta dei titoli, che potranno essere collocati direttamente sul mercato primario senza un collocamento privato preventivo (BeBeez, 25 ottobre 2016).

3.3 VANTAGGI E PUNTI CRITICI DEI MINIBOND PER L'IMPRESA

Le riforme in materia di finanza d'impresa analizzate in precedenza prevedono una serie di agevolazioni per il ricorso al mercato del capitale di debito da parte di tutte le categorie di società non quotate (escluse banche e microimprese), allo scopo di fronteggiare le difficoltà di accesso al finanziamento bancario descritte nel primo capitolo ed incentivare il finanziamento dei progetti industriali più produttivi a medio-lungo termine. Più nello specifico, la normativa ha voluto favorire soprattutto le PMI, che normalmente hanno un potere contrattuale minore nell'approvvigionamento dei capitali. Grazie a queste riforme, quindi, oggi le società non quotate, incluse le PMI, hanno a disposizione un mezzo complementare al credito bancario tradizionale per il finanziamento a medio-lungo termine: l'emissione di minibond.

E' importante sottolineare che i minibond rappresentano un canale di finanziamento complementare, non solo alternativo, al credito bancario. A prova di ciò vi è lo scarso interesse da parte degli investitori verso aziende che intendono emettere minibond allo scopo principale di rifinanziare o ristrutturare i loro debiti. Al contrario, i minibond rappresentano uno strumento utile alle aziende che intendono finanziare progetti di crescita.

Oltre ai benefici fiscali previsti dalla normativa, volti a parificare il trattamento del finanziamento obbligazionario rispetto a quello più vantaggioso del finanziamento bancario (tra i principali, ricordiamo la deducibilità degli interessi passivi e dei costi di emissione), il ricorso ai minibond porta con sé una serie di ulteriori vantaggi per le società emittenti (Consorzio camerale per il credito e la finanza, 2014; Bertelli, Bray, 2013; Mazzoleni, 2016).

In primo luogo, l'uso dei minibond consente una diversificazione nelle fonti di provvista e permette all'impresa di attenuare la propria dipendenza dal canale bancario. Inoltre, essendo caratterizzati per definizione da una scadenza medio-lunga, i minibond favoriscono un allungamento della durata media delle passività e quindi una maggiore coerenza nella durata tra gli impieghi e le fonti, contribuendo a riequilibrare la struttura finanziaria delle imprese. Ciò, a sua volta, può portare ad un miglioramento del merito creditizio, rendendole più affidabili agli occhi degli investitori.

Inoltre, diversamente dal canale bancario, il finanziamento tramite minibond può essere strutturato in maniera più autonoma da parte dell'impresa, in base alle esigenze proprie e degli investitori a cui essa intende rivolgersi. I minibond offrono ad esempio l'opportunità di selezionare la modalità di rimborso più adeguata in base alle previsioni di cassa e di scegliere se rimborsare il capitale in modo graduale nel corso del tempo (modalità *amortizing*) piuttosto che in modo unico alla scadenza (rimborso di tipo *bullet*), fermo restando il pagamento della cedola periodica. Mentre un rimborso di tipo *amortizing* permette di spalmare il rischio dell'investitore e presumibilmente di ottenere delle condizioni di finanziamento migliori, il rimborso di tipo *bullet* (tipicamente non previsto nel finanziamento bancario) consente di evitare ingenti uscite per il rimborso del capitale prima ancora che gli investimenti realizzati abbiano generato i relativi flussi di cassa.

In aggiunta, rispetto al credito bancario, il finanziamento tramite minibond non è soggetto a segnalazione presso la Centrale Rischi¹³.

Tra i vantaggi indiretti del ricorso ai minibond, soprattutto se quotati, vi è infine una maturazione della cultura aziendale dovuta all'assunzione delle *best practice* di funzionamento interno in prospettiva della quotazione.

Allo stesso tempo, il finanziamento tramite minibond presenta dei punti di criticità per le imprese. Essi sono innanzitutto legati ai costi da sostenere sia in fase di

¹³ Si tratta di una banca dati istituzionale gestita dalla Banca d'Italia ed utilizzata dagli enti creditizi per individuare l'esposizione complessiva dell'impresa verso il sistema bancario e per valutarne il merito creditizio.

analisi della fattibilità dell'operazione, sia nella successiva fase di emissione. La pluralità di soggetti coinvolti nella strutturazione dell'operazione (consulenti interni, *advisor*, società di revisione, *arranger*, ecc.) comporta infatti costi fissi di emissione elevati, a cui possono eventualmente aggiungersi i costi di quotazione (sebbene i corrispettivi previsti dal segmento ExtraMOT PRO di Borsa Italiana siano piuttosto contenuti).

Occorre poi considerare che, a causa della relativa illiquidità dei titoli, è spesso necessario prevedere un opportuno premio di liquidità, il che implica tassi di interesse relativamente elevati.

I minibond necessitano inoltre di un taglio dimensionale di alcuni milioni di euro per attrarre l'interesse degli investitori (in particolare quelli all'estero) e ciò rende lo strumento poco indicato alle imprese di minore dimensione. Una possibile soluzione a questo problema potrebbe essere l'emissione dei cosiddetti "minibond di filiera" che accorpano i fabbisogni di più imprese nell'ambito di un'unica emissione.

Un'ulteriore svantaggio dei minibond è dato dall'allungamento dei tempi di raccolta del capitale in quanto l'intero processo di strutturazione dell'operazione ed il ricorso ai mercati finanziari richiedono generalmente tempi più lunghi rispetto all'erogazione di un finanziamento bancario.

Infine, l'utilizzo dei minibond rende necessaria una maggiore trasparenza da parte dell'impresa, non solo in termini finanziari ma anche relativamente ai progetti che

si vogliono intraprendere e gli obiettivi da raggiungere, al fine di generare un maggiore interesse nel mercato. Solo fornendo informazioni approfondite sull'impresa, sulle sue esigenze finanziarie e sulle prospettive di business è possibile incoraggiare gli investitori a canalizzare le loro risorse verso strumenti tipicamente poco liquidi e potenzialmente rischiosi rispetto ad altre forme di investimento.

3.4 LE EMISSIONI DI MINIBOND: UNA PANORAMICA DEL MERCATO ATTUALE

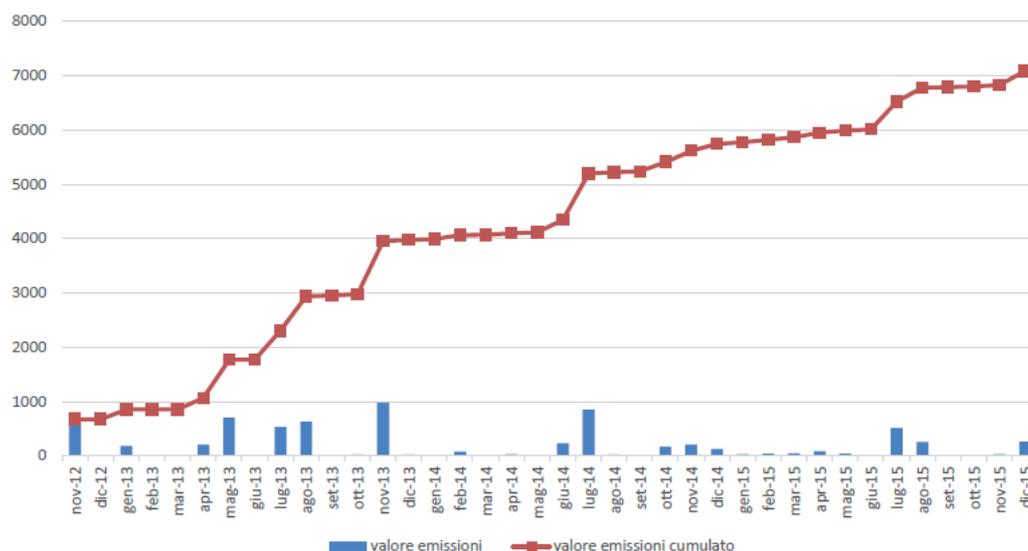
A seguito delle riforme che hanno ridefinito le possibilità di accesso al mercato dei capitali da parte delle società non quotate, si è assistito ad un graduale aumento delle emissioni di minibond.

Per avere un'idea sulla dimensione del fenomeno è possibile prendere come riferimento le analisi sviluppate dall'Osservatorio Mini-Bond del Politecnico di Milano sul campione composto dai titoli di debito (obbligazioni e cambiali finanziarie) di importo massimo fino a € 500 milioni, emessi da parte di società quotate o non quotate e destinati ai soli investitori professionali, sulla base delle recenti innovazioni normative (Politecnico di Milano, 2016). Si tratta di una definizione del campione abbastanza ampia in quanto vengono incluse non solo le obbligazioni vere e proprie, ma anche le cambiali finanziarie (anch'esse toccate dalla recente disciplina), considerando sia i titoli negoziati su ExtraMOT PRO o in altri mercati, sia i titoli non quotati. Nel corso di questo paragrafo faremo quindi

riferimento ai minibond secondo questa definizione metodologica, al fine di quantificare complessivamente, in termini di emissioni, la risposta del mercato alle nuove possibilità di finanziamento previste dalla riforma.

Com'era prevedibile, la fase di avvio del mercato dei minibond è stata caratterizzata da emissioni sporadiche e di importo elevato (tanto che alcune di esse, superando i 500 milioni di euro, non rientrano neppure nel campione considerato). Con il passare del tempo, tuttavia, si è definito un graduale sviluppo del mercato ed a fine 2015 si contavano 179 emissioni (di cui 19 cambiali finanziarie) da parte di 145 società per un controvalore di € 7,191 miliardi (figura 3.2).

Figura 3.2: Controvalore delle missioni di minibond (milioni di euro)



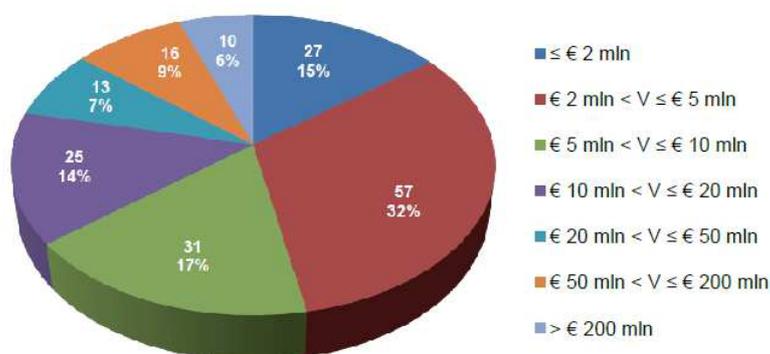
Fonte: Politecnico di Milano

Molti dei titoli emessi sono quotati sul segmento ExtraMOT PRO di Borsa Italiana, mentre solamente 8 titoli sono negoziati su altri listini esteri in Europa e 35 emissioni (pari al 19,5% del campione) non sono quotate in alcun listino. E' interessante inoltre sottolineare che si è notata una maggiore tendenza ad emettere titoli non quotati nel corso del 2015, presumibilmente da ricollegare ad un maggiore sviluppo dei fondi di *private debt*.

Le imprese emittenti sono per lo più società per azioni, ma compaiono anche 15 società a responsabilità limitata e 3 società cooperative. L'incidenza delle PMI sul totale è del 44,8%. E' anche interessante notare che, tra le società emittenti, 17 imprese erano già presenti nel mercato borsistico con azioni quotate ed avrebbero potuto emettere titoli di debito anche in assenza della legislazione minibond, quotandoli su un mercato a loro dedicato. La gran parte delle imprese del campione, invece, non avrebbe potuto emettere minibond in base alla normativa precedente.

La figura 3.3 riporta la distribuzione del controvalore delle singole emissioni. Si nota che ben 153 emissioni, pari all'85% del campione, hanno un valore minore o uguale a € 50 milioni; inoltre, più della metà delle emissioni ha un taglio compreso tra i 2 e i 5 milioni di euro. Si tratta di un dato incoraggiante, considerando che lo strumento finanziario dei minibond è stato pensato in particolar modo per il finanziamento delle PMI.

Figura 3.3: Distribuzione del controvalore delle singole emissioni



Fonte: Politecnico di Milano (2016)

In termini capitale raccolto, le emissioni di dimensione minore o uguale a € 50 milioni hanno contribuito per un importo complessivo pari a € 1,362 miliardi, circa il 19% del valore totale emesso. Se si considerano solamente le PMI, questo valore scende a € 634,4 milioni, meno del 9% del totale. Si può quindi dire che, se da un lato molte delle emissioni sono di piccolo taglio, dall'altro gran parte del capitale raccolto fa ancora riferimento ad un basso numero di operazioni di importo molto grande.

Il valore medio del collocamento nell'intero periodo 2012-2015 è pari a circa €40 milioni (valore che comunque risente molto dei collocamenti di importo più elevato) ed è notevolmente diminuito nel corso del tempo, passando dai € 338 milioni del secondo semestre 2012 ai € 22 milioni del secondo semestre 2016. Naturalmente, il valore di collocamento è fortemente in relazione con la dimensione dell'emittente: quando si considerano le sole PMI, ad esempio, esso

si ferma sotto i 7 milioni di euro. La scadenza media dei titoli è pari a 5,67 anni e risulta tendenzialmente più breve per le PMI e più lunga per le grandi imprese.

Quasi la totalità dei titoli paga una cedola fissa come remunerazione per l'investitore, mentre solo 19 emissioni prevedono una cedola variabile. I tassi di interesse corrisposti, generalmente più alti rispetto ai tassi di mercato anche se in diminuzione rispetto alle prime emissioni, si aggirano intorno al 5-6% e riflettono una pluralità di fattori, tra cui il prezzo di emissione (in quasi tutti i casi i minibond sono emessi alla pari, ma ci sono delle eccezioni), la durata dell'investimento, il rischio di insolvenza specifico dell'emittente ed un premio di illiquidità, idealmente maggiore per le emissioni di piccolo taglio.

La modalità di rimborso prescelta è nel 59% dei casi di tipo *bullet*, che prevede il rimborso dell'importo totale del titolo alla scadenza; si tratta di una modalità preferita soprattutto per le emissioni di importo più elevato o a breve scadenza. Nel 41% dei casi, invece, è stato previsto un rimborso "a rate" di tipo *amortizing*, più frequente nelle emissioni di importo inferiore (in particolare per le PMI) o a lunga scadenza. E' anche possibile che l'emittente si riservi la facoltà di rimborso anticipato del titolo tramite l'inserimento di un'opzione *call* (soprattutto se vi è la possibilità di un considerevole ingresso di liquidità durante il periodo del finanziamento o se si spera che ci si possa rifinanziare a condizioni migliori) o, all'opposto, che conceda all'investitore il vantaggio di poter richiedere il rimborso anticipato a sua discrezione prevedendo un'opzione *put*. L'inserimento di opzioni

di questo tipo nel Regolamento del prestito è abbastanza comune, tanto che solo il 14% dei titoli emessi non contiene nessuna delle due opzioni.

L'emissione del rating non è obbligatoria per i minibond, anche se può essere utile per agevolare il collocamento del titolo. Nel campione considerato, solamente il 26% delle emissioni è accompagnato da un rating pubblico, che risulta essere *investment grade* o *speculative grade* con uguale frequenza¹⁴. Negli altri casi, invece, non è presente nessun rating (nel 50% dei titoli analizzati) oppure il rating è stato richiesto con natura confidenziale (*rating undisclosed* o *unsolicited*)¹⁵. Il rating è più comune per i collocamenti di grandi dimensioni o effettuati da grandi imprese, mentre risulta poco frequente per le PMI: queste ultime spesso preferiscono tagliare sul costo di emissione del rating, mentre riescono più facilmente (visti gli importi ridotti del collocamento) ad arrivare ad un'interlocuzione diretta con gli investitori interessati per permettere loro una valutazione in prima persona della solidità finanziaria dell'impresa.

Circa il 20% dei minibond emessi si qualifica come *secured*, ossia è assistito da una garanzia contro il rischio di insolvenza (in genere ipoteche su beni, pegni su titoli azionari o fidejussioni). La presenza di una garanzia, riducendo il rischio di credito

¹⁴ Generalmente i rating compresi tra AAA e BBB sono definiti *investment grade*, ossia rappresentano investimenti relativamente sicuri, in grado di attirare l'interesse anche degli investitori istituzionali. I rating inferiori sono invece definiti *speculative grade* e sono caratterizzati da un profilo di rischio maggiore, associato ad una più elevata redditività.

¹⁵ Il giudizio di rating può essere comunicato pubblicamente (*disclosed rating*) oppure tenuto riservato (*undisclosed rating*). Generalmente esso viene comunicato al pubblico quando è richiesto direttamente dall'impresa (*solicited rating*), mentre rimane confidenziale quando è dovuto a una specifica richiesta degli investitori o di altri soggetti (*unsolicited rating*).

per gli investitori, ha il doppio beneficio di rendere il titolo più appetibile sul mercato e, nel contempo, di ridurre il costo del capitale per l'impresa emittente. Pur rimanendo abbastanza rare, le garanzie si incontrano più comunemente nelle emissioni di importo elevato o di lunga scadenza.

Una prassi piuttosto diffusa è invece l'inserimento di *covenant* di natura finanziaria o non finanziaria, ossia di vincoli previsti dal Regolamento del prestito il cui mancato rispetto fa scattare determinate misure di protezione per gli investitori, come un diritto di rimborso anticipato o altre penali. Tra i *covenant* più diffusi vi sono il rispetto di determinati indici di indebitamento, il rispetto della struttura proprietaria dell'azienda, limiti alla distribuzione dei dividendi, limiti alla possibilità di effettuare acquisizioni o operazioni di finanza straordinaria. La presenza di *covenant* nel regolamento dei minibond è abbastanza frequente e ricorre nel 48% dei casi, con un trend in aumento nel 2015.

Finora, le società che hanno emesso minibond sono prevalentemente localizzate nelle regioni del nord Italia. In particolare, circa l'80% del valore totale delle emissioni si concentra in Veneto, Lombardia, Emilia Romagna, Trentino e Piemonte. Segue il Lazio, che emerge tra le regioni del centro. Al sud, invece, le emissioni rimangono ancora sporadiche, anche se con una lieve tendenza in aumento.

Per concludere, in linea generale ciò che emerge dall'analisi dei dati è un graduale sviluppo del mercato dei minibond, sia in termini di emissioni, sia relativamente

alla strutturazione delle operazioni, che stanno diventando via via più standardizzate. Nonostante ciò, il contributo delle PMI in termini di capitale raccolto è ancora molto limitato e concentrato in poche aree geografiche, sintomo che l'opportunità dei minibond come strumento di finanziamento per le imprese di minore dimensione rimane una possibilità ancora poco sfruttata nella pratica. Questa situazione riflette probabilmente la maggiore difficoltà che le PMI incontrano nella collocazione di prestiti di importo minore, che risultano meno liquidi, e nel proporsi ai grandi investitori, soprattutto a quelli esteri. Incidono inoltre fattori culturali, come la bassa propensione delle PMI ad una comunicazione trasparente, nonché le difficoltà nella valutazione del merito creditizio delle aziende minori da parte dei potenziali investitori (Panetta, 2014; Rossi, 2016). Nel quarto capitolo analizzeremo nel dettaglio il mercato potenziale dei possibili emittenti con criteri molto restrittivi sui bilanci del 2015.

3.5 GLI INVESTITORI

Se da un lato la legislazione sui minibond ha voluto aumentare la diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese e, nel contempo, favorire finanziamenti a lunga scadenza per il rilancio dei progetti industriali a medio-lungo termine, dall'altro i minibond costituiscono una nuova *asset class* tramite cui il legislatore ha voluto indirizzare gli investitori professionali, finora interessati principalmente ai grandi emittenti quotati o ai titoli del debito sovrano, verso il finanziamento

delle migliori PMI italiane (Ministero dello Sviluppo Economico, 2014; Bertelli, Bray, 2013).

In base alla normativa, i minibond possono essere sottoscritti solamente da operatori professionali, ossia investitori istituzionali (compagnie di assicurazione, istituti previdenziali, banche, fondi comuni, SGR, Sim, Sicav, ecc) oppure investitori qualificati (altri operatori che, pur non essendo investitori istituzionali, posseggono una adeguata competenza professionale nel settore finanziario)¹⁶. In questo modo il legislatore ha voluto riservare l'investimento in minibond a soggetti che sono in grado di valutare in modo opportuno il rapporto tra il rischio e il rendimento dei titoli e la tendenziale scarsa liquidità dell'investimento.

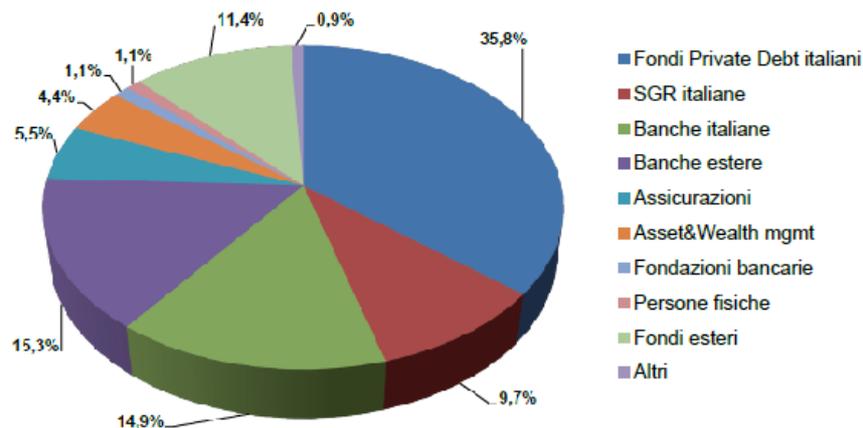
La figura 3.4 mostra i risultati di un'indagine condotta dall'Osservatorio Mini-Bond del Politecnico di Milano relativamente alle tipologie di investitori maggiormente attivi nella sottoscrizione di minibond¹⁷. Secondo questo studio, al primo posto tra gli investitori in minibond vi sono i fondi chiusi di debito, con una quota pari al 35,8% del totale degli investimenti; va sottolineato inoltre che recentemente si è osservato un sensibile aumento degli investimenti in minibond da parte dei fondi di debito, tanto che per il solo 2015 questa percentuale ha raggiunto il 55%.

¹⁶ Per quanto riguarda le società per azioni, la normativa non esclude che il sottoscrittore possa essere anche una persona fisica, se professionalmente competente. Per i titoli delle società a responsabilità limitata, invece, l'investimento è riservato agli investitori "vigilati", che rispondono in solido dell'obbligazione se essa viene ceduta ad altri tipi di investitori (Politecnico di Milano, 2016).

¹⁷ La ricerca si riferisce alla sottoscrizione sul segmento primario (escludendo gli scambi successivi sul mercato secondario) ed i risultati sono ottenuti su un campione di 152 emissioni comprese tra il 2012 e il 2015 e di importo inferiore a € 50 milioni.

Seguono, in ordine di ammontare investito, le banche estere (in particolar modo la BEI), le banche italiane, i fondi di investimento esteri, le SGR nazionali e le assicurazioni.

Figura 3.4: *Investitori nei minibond suddivisi per tipologia*



Fonte: Politecnico di Milano (2016)

Occorre precisare che il mercato dei minibond non si compone di titoli standardizzati (*"One-Size-Fits-All"*) ma di titoli altamente eterogenei tra di loro. Nella pratica quindi ciascuna emissione si rivolge ad una specifica categoria di investitori a seconda dell'importo, della liquidità, del livello di rischio o di altre caratteristiche specifiche dell'emissione. Anche le modalità di collocamento variano in funzione dell'importo dell'emissione e del destinatario che si intende raggiungere: per le emissioni di importo elevato, infatti, il collocamento è per lo più pubblico tramite i consorzi di collocamento (*public placement*), mentre nel caso di emissioni di importo minore si procede in genere con un collocamento privato (*private placement*), dove i destinatari dell'emissione vengono definiti

preventivamente ed in via diretta dall'emittente (tabella 3.1) (Bertelli, Bray, 2013; Mazzoleni, 2016).

Tabella 3.1: *Principali investitori secondo le caratteristiche del titolo*

Importo	Tipo di collocamento	Liquidità	Principali investitori
> € 200 mln	Pubblico	Si	Banche d'investimento, banche commerciali, OICR, assicurazioni, SIM, grandi investitori privati
> € 25 mln	Privato	Bassa	Assicurazioni, fondi pensione, fondazioni
< € 25 mln	Privato	No	Fondi chiusi

Fonte: Bertelli, Bray (2013)

3.5.1 Il ruolo dei fondi di debito dedicati ai minibond

Dalle considerazioni precedenti, è evidente che i minibond rappresentano, dal punto di vista degli investitori, una *asset class* profondamente diversa rispetto alle classiche esposizioni obbligazionarie: si tratta in genere di obbligazioni poco liquide e di importo contenuto, emesse da imprese spesso sconosciute sul mercato e sprovviste di giudizi di rating ufficiali. Inoltre, l'investimento in minibond necessita di un'attenta analisi creditizia della società emittente, che vada ad approfondire anche i fattori andamentali e le prospettive di sviluppo di medio-lungo termine, richiedendo competenze specifiche da parte dell'investitore.

Queste criticità fanno sì che, soprattutto per le emissioni di minore dimensione tipiche delle PMI, i minibond risultino poco appetibili agli investitori tradizionali, mentre sta emergendo in misura sempre maggiore una tipologia di investitori relativamente nuova per il mercato italiano, quella dei fondi di *private debt* specializzati nell'investimento in minibond. Come già accennato nel paragrafo precedente, questi fondi rappresentano attualmente i maggiori investitori in minibond ed il loro ruolo sta sensibilmente crescendo negli ultimi anni.

I fondi di *private debt* sono veicoli di investimento che raccolgono risorse finanziarie presso gli investitori professionali (in genere gruppi bancari, società assicurative, fondazioni, fondi di fondi), allocandole principalmente o esclusivamente in titoli di debito, selezionati secondo regole prefissate relativamente alla tipologia dei titoli, alla scadenza, al settore di business dell'emittente, al merito creditizio, alla diversificazione del portafoglio (a livello geografico, di settore o di singole emittenti). Il fondo può avere un rapporto diretto con le società emittenti, richiedendo garanzie a favore dell'investimento o stipulando accordi relativi alla *governance*. La remunerazione ottenuta dagli investimenti effettuati è poi distribuita agli investitori nel corso del tempo, al netto delle commissioni di gestione. Anche se non tutti i fondi di *private debt* si focalizzano sui minibond (alcuni di essi sono maggiormente concentrati su strumenti di debito diversi), negli ultimi anni si è potuto assistere alla nascita di

numerosi fondi specificamente dedicati all'investimento in questo strumento finanziario, che si delineano formalmente come fondi chiusi.

I fondi chiusi sono dei fondi comuni di investimento caratterizzati da un numero fisso di quote di partecipazione, che vengono rimborsate solamente alla scadenza della durata del fondo; ciò non impedisce lo scambio delle quote sul mercato, ma fa sì che il patrimonio del fondo rimanga invariabile nel tempo. Questa peculiarità rende i fondi chiusi dei veicoli coerenti con strategie di investimento di tipo *buy and hold*, (dove di norma i titoli sottoscritti rimangono in portafoglio fino alla scadenza) e quindi degli investitori adeguati per titoli a lunga scadenza e tendenzialmente illiquidi come i minibond.

La recente diffusione dei fondi chiusi di minibond è stata agevolata dall'intervento del Fondo Italiano d'Investimento (FII)¹⁸, che nella seconda metà del 2014 ha lanciato un apposito fondo di fondi (ossia un fondo costituito allo scopo specifico di investire in altri fondi) dedicato al mercato del *private debt* per le piccole e medie imprese, destinando nel corso del 2015 un *plafond* di circa € 300 milioni alla sottoscrizione di quote di 10 fondi di minibond operanti in Italia. In aggiunta, alcuni fondi di minibond hanno potuto beneficiare del supporto del Fondo Europeo di

¹⁸ Il Fondo Italiano d'Investimento è una SGR nata nel 2010 al fine di contribuire al finanziamento delle PMI attraverso la costituzione di specifici fondi chiusi. A questo scopo sono stati lanciati un primo fondo dedicato al capitale di rischio nel 2010 e due nuovi fondi di fondi nel 2014, di cui uno destinato al mercato del *venture capital* e l'altro al mercato del *private debt*. Ad aprile 2016 è stata poi annunciata la scissione del primo fondo costituito nel 2010, che è stato riallocato in tre diversi fondi: il primo è dedicato all'investimento diretto nel capitale di rischio delle PMI, il secondo è un fondo di fondi destinato al *private equity*, il terzo è un fondo di fondi destinato al *venture capital*, che si affianca a quello già costituito nel 2014 (Politecnico di Milano 2016; BeBeez, 6 aprile 2016).

Investimento (FEI)¹⁹, in termini di co-finanziamento diretto o di garanzie sul rischio di credito (Politecnico di Milano, 2016).

Tra i maggiori sottoscrittori di fondi chiusi di minibond compaiono inoltre i gruppi bancari che, in virtù delle loro specifiche competenze in termini di screening del merito creditizio, conoscenza dei mercati e delle normative di riferimento, relazioni con investitori e Authorities di settore, a volte collaborano con il fondo segnalando le imprese target, supportando la fase di screening o curando la distribuzione delle quote del fondo, salvo alcune limitazioni che possono essere previste dai regolamenti dei fondi al fine di evitare conflitti di interesse.

La sottoscrizione di quote di fondi di minibond offre agli investitori il vantaggio di una maggiore diversificazione del portafoglio a parità di ammontare investito: essi possono quindi approfittare degli interessanti premi di rendimento tipici di questi strumenti, riducendone il rischio di credito. Inoltre, essendo specializzati in questo tipo di investimento, i fondi di minibond offrono di norma una competenza maggiore nella valutazione degli investimenti e nell'individuazione delle migliori opportunità di mercato.

Come anticipato nel paragrafo precedente (tabella 3.1), i fondi chiusi di minibond investono generalmente in emissioni di piccolo importo, anche al di sotto dei € 25

¹⁹ Il Fondo Europeo di Investimento è stato istituito nel 1994 al fine di sostenere lo sviluppo delle PMI tramite la concessione di finanziamenti diretti oppure di garanzie a copertura dei prestiti concessi dagli istituti finanziari. I suoi azionisti principali sono la Banca Europea per gli Investimenti (BEI) e l'Unione Europea (tramite la Commissione Europea), insieme ad alcune istituzioni finanziarie pubbliche e private di tutta Europa.

milioni, sottoscrivendole in misura prevalente o esclusiva tramite *private placement* (senza escludere, comunque, che possano partecipare a collocamenti pubblici o acquisire piccole quote di collocamenti maggiori). Secondo un'analisi dell'Osservatorio Mini-Bond, a fine 2015 i fondi chiusi di minibond avevano già effettuato investimenti per circa €455 milioni ed ottenuto *commitment* per ulteriori € 900 milioni. Nella tabella seguente sono indicati infine alcuni dei principali operatori che attualmente gestiscono un fondo di minibond.

Tabella 3.2: *Principali operatori specializzati in fondi di minibond*

Società di gestione	Città	Nazione	Sito	Nome fondo gestito
Anthilia Capital Partners SGR S.p.A.	Milano	Italia	www.anthilia.it	Anthilia BIT – Bond Impresa Territorio
PensPlan Invest SGR S.p.A.	Bolzano	Italia	www.pensplan-invest.com	Euregio – Minibond
Finanziaria Internazionale Investments SGR	Conegliano (TV)	Italia	www.finintsg.it	Fondo Minibond PMI Italia
Fysis Specialized Asset Management	Lussemburgo	Lussemburgo	www.fysisfund.eu	Fysis Fund – Vesta Industrial
Amundi SGR	Milano	Italia	www.amundi.com	Amundi Private Debt
Aletti Gestielle SGR	Milano	Italia	www.gestielle.it	Crescita Impresa Italia
Lyxor Asset Management	Parigi	Francia	www.lyxor.com	Lyxor Berica SME Fund
Pioneer Investment Management SGRpA	Milano	Italia	www.pioneerinvestment.it	Pioneer Sviluppo Italia
Ver Capital SGRpA	Milano	Italia	www.vercapital.com	Ver Capital Credit Partner Italia V

Fonte: Mazzoleni (2016)

CAPITOLO 4

PROSPETTIVA MANAGERIALE E POTENZIALITA' DEL MERCATO DEI MINIBOND IN ITALIA

Le analisi condotte nei tre capitoli precedenti lasciano spazio, in quest'ultimo capitolo, a due tipi di considerazioni: da un lato di tipo manageriale nella prospettiva delle scelte finanziarie e gestionali delle imprese e dall'altro attraverso la selezione di un campione di imprese, potenziali emittenti di minibond, tramite l'utilizzo di indicatori specifici dedotti dai bilanci 2015, su tutto l'universo delle società di capitale italiane.

4.1 PROSPETTIVA MANAGERIALE

Lo stato di salute complessiva di un'azienda viene dedotto, per gli operatori esterni all'azienda stessa, dai bilanci ufficiali presentati. Dai bilanci gli operatori esterni costruiscono una serie di indicatori che provano a cogliere le peculiarità delle imprese deducendone la capacità di strutturarsi in maniera efficiente ed efficace nel portare risultati positivi e creazione di valore futuro. Di per sé tuttavia il bilancio ottimale di un esercizio non rappresenta garanzia di successo futuro né tantomeno di mantenimento dei livelli raggiunti per gli anni successivi. La letteratura considerata nel primo capitolo evidenzia come le scelte sulla struttura

finanziaria di un'impresa abbiano influenza sullo sviluppo nel tempo dell'impresa stessa e prendano in considerazioni variabili diverse e necessariamente intertemporali. Sottovalutare le implicazioni che possono scaturire da una diversa struttura finanziaria, soprattutto al fine di favorire le aree di ricerca e sviluppo, di comunicazione aziendale e le strategie commerciali, potrebbe rivelarsi miope e talvolta letale per la futura sopravvivenza aziendale.

Il tessuto produttivo italiano, caratterizzato per la quasi totalità dal duplice ruolo di proprietà e *management*, tipico delle aziende familiari, contribuisce a rendere difficile quella necessaria terzietà, propria delle scelte che si addicono ad un gruppo dirigente di *manager* esterni, che potrebbe consentire una visione meno condizionata dal vincolo proprietario, le scelte sulla struttura finanziaria nel più ampio orizzonte della vita aziendale. Tale necessario distacco, che, si badi bene, non è necessariamente in contrasto con la proprietà, consentirebbe strategie di diversificazione finanziaria, talvolta dirimenti, nella considerazione sia degli investimenti e sia di eventuali partecipazioni esterne. Il combinato disposto di proprietà dell'impresa e di direzione della stessa, conferisce alla sfera delle decisioni finanziarie un'ineluttabile sensazione d'improbabilità di successo di ogni scelta, che non sia quella di dipendenza dagli istituti di credito i quali vengono valutati dall'imprenditore come soggetti terzi non in grado di condizionare i destini proprietari dell'impresa stessa. Basandosi su tale prospettiva è necessario individuare dei *drivers* nuovi, da analizzare prima dell'analisi di bilancio, che

consentano agli organi decisionali esterni o interni che siano, di strutturare una riflessione concreta nella scelta di emettere uno strumento di debito diverso dal credito bancario. Tale scelta costringe l'impresa e l'imprenditore/*manager* a confrontarsi con interlocutori diversi dagli istituti di credito che non sono interessati esclusivamente al rating che scaturisce dalle analisi dei bilanci, dagli andamenti della centrale dei rischi o dalle prospettive raccontate attraverso un *business plan* prodotto dall'impresa, ma abbiano sempre maggiore consapevolezza verso strumenti di gestione e metodi organizzativi che plasmano l'impresa adattandola alle sfide dell'apertura dei mercati e della globalizzazione. La prospettiva manageriale qui individuata è soltanto un suggerimento di ciò che l'impresa è chiamata a compiere nel rapportarsi con gli eventuali soggetti esterni così come individuati nel capitolo 3.5 visto in precedenza. I *drivers* da considerare dovrebbero rappresentare i quattro punti cardinali necessari per l'orientamento strategico futuro, capaci di creare valore per l'azienda stessa.

- Tecnologia aziendale e organizzazione aziendale;
- Area comunicazione e commerciale;
- Gestione interna (produzione e logistica) e struttura finanziaria;
- *Governance* aziendale e rapporti proprietari.

Imprescindibile per l'azienda di oggi non considerare la valutazione delle suddette aree in una prospettiva storica, attuale e prospettica. Tale auto-valutazione

potrebbe scaturire in un rating da assegnare all'azienda che potremmo definire "polare" perché scaturisce dall'analisi di tutte le aree aziendali individuate e descritte come punti cardinali. Esso avrebbe il fondamentale obiettivo di consentire una verifica interna continua sullo stato d'avanzamento aziendale e il corretto orientamento dei *drivers* scelti attuando di volta in volta strategie correttive, se necessarie, per predisporre la propria azienda alla crescita sostenibile e duratura. L'eventuale operatore esterno interessato, sia esso bancario e soprattutto non bancario, sarebbe chiamato a valutare lo stato di salute dell'azienda attraverso il rating che l'azienda trasmette, derivante dai bilanci degli esercizi chiusi e dai provvisori, ma soprattutto da un *assessment* complessivo attraverso i *drivers* individuati che possono sfociare nel rating che abbiamo definito "polare" che porrà le basi per discutere di un intervento nella struttura finanziaria dell'impresa stessa. Tali *drivers* per loro natura sono indicatori che vanno necessariamente valutati nel continuo temporale e non sono statici come i numeri di bilancio. La prospettiva manageriale sarebbe chiamata ad inglobare tale visione nella vita quotidiana e ordinaria dell'impresa predisponendo adeguata reportistica da sottoporre periodicamente al vaglio dell'operatore esterno. Il superamento di questo scoglio informativo renderebbe maggiormente intellegibile l'azienda verso l'esterno portando benefici concreti a nostro parere sulla struttura finanziaria. La periodicità delle rilevazioni consentirebbe da un lato di seguire con regolarità l'evoluzione delle strategie e dei risultati aziendali,

attraverso un dialogo continuo e costruttivo, e dall'altro agevolerebbe la predisposizione dei necessari correttivi strategici e operativi con l'obiettivo costante della creazione di valore aziendale.

4.2 IL MERCATO POTENZIALE DEI MINIBOND IN ITALIA

Le considerazioni effettuate nel paragrafo precedente devono necessariamente partire da una base di dati che consenta di selezionare, nel modo maggiormente efficace, una selezione d'impresе eccellenti e candidabili ad emettere minibond. Effettuare tale selezione d'impresе su dati di bilancio impone delle scelte a priori che possono essere più o meno condivise dagli operatori stessi. L'approccio seguito è stato molto restrittivo e si è orientato nella scelta delle aziende migliori valutate sui bilanci depositati dell'esercizio 2015. Per effettuare tale selezione ci siamo avvalsi del prezioso supporto e dell'*expertise* di un'agenzia di rating ufficiale modeFinance specializzata nella valutazione del rischio di credito delle aziende e delle banche. Frutto di uno spin-off dell'università di Trieste è situata nell'area Science Park della stessa università e ha sviluppato un modello di rating definito MORE, **Multi Objective Rating Evaluation**. Tale tecnologia studia in maniera accurata tutte le aree economico finanziarie di cui è composta una società: redditività, liquidità, solvibilità, efficienza, qualità produttiva. Migliore è l'equilibrio tra le diverse aree minore è il rischio di credito della società.

L'integrazione tra diverse scienze e diversi algoritmi multi-obiettivo e multi-disciplinari rendono particolarmente efficiente e predittiva la valutazione del rating dell'azienda. La base dati, come detto, è rappresentata dall'universo dei bilanci del 2015 depositati dalle società di capitale italiane per codice ATECO 2007 e per localizzazione regionale della sede legale. Abbiamo escluso i codici ATECO che si riferiscono alla lettera K contenente l'universo delle attività finanziarie e assicurative che non rientrano nelle agevolazioni previste per l'emissione dei minibond. Da tale database abbiamo estratto le imprese attraverso la combinazione simultanea dei seguenti indicatori/criteri:

1. Ricavi delle vendite: superiore o uguale a 5 mln di euro.
2. MOL/Ricavi delle vendite: Superiore o uguale al 5%.

Le informazioni di riferimento per ciascuna azienda sono quindi le seguenti: Ricavi delle vendite, MOL: Margine Operativo Lordo. La scelta di limiti restrittivi è derivata dalla necessità di individuare aziende potenzialmente sane e capaci di generare non solo *cash-flow* positivi ma anche valore economico duraturo. Per accertarci della bontà dei criteri prescelti, soprattutto nella scelta dei valori soglia, abbiamo incrociato i dati con il rating MORE elaborato dalla società modeFinance. Nel *box* 4.1 di seguito abbiamo riportato un necessario approfondimento sulla metodologia di calcolo del suddetto rating fornito dalla società modeFinance.

Box 4.1 Guida sul rating MORE, fonte modeFinance

Il rating è un'opinione sulla qualità economica-finanziaria di una data azienda, osservando e studiando i maggiori fattori di rischio della stessa. Il modello *Multi Objective Rating Evaluation* (MORE) valuta il livello di qualità economico-finanziaria di una data azienda, utilizzando come dati di riferimento quelli contenuti nel bilancio d'esercizio. L'idea su cui si basa il modello di valutazione del rating MORE è analizzare in modo approfondito una serie di indicatori economici e finanziari, per valutare i fondamentali dell'azienda e assegnare di conseguenza nel modo più accurato possibile il rating finale. Quest'ultimo viene valutato utilizzando diverse innovative metodologie numeriche, integrate con le teorie economiche e finanziarie più moderne, al fine di dare una valutazione del rischio di credito che sia il più coerente e trasparente possibile. Il cuore del modello MORE è un algoritmo multi obiettivo e multi dimensionale che aggrega in modo coerente i diversi aspetti (quantitativi, qualitativi, economici e finanziari) della azienda in esame. La visione del rating MORE è osservare i fondamentali economici e finanziari dell'azienda, valutando ogni aspetto della stessa per determinare l'equilibrio tra le diverse caratteristiche. L'idea principale di MORE per valutare il rating di una società è che la stessa deve essere in equilibrio in ogni suo aspetto: migliore è l'equilibrio economico-finanziario, migliore sarà il rating assegnato. Questo studio è effettuato controllando e aggregando in modo coerente gli aspetti più importanti per un'azienda quali: redditività, liquidità, struttura patrimoniale, copertura degli interessi, efficienza ecc. Di seguito la descrizione delle rating *class* con cui vengono classificate le imprese.



Rating class

Rating class	Rating macro class	Assessment
AAA	Sana	La solvibilità dell'impresa è ritenuta massima.
AA		L'impresa ha una solvibilità molto alta.
A		L'impresa ha una solvibilità alta.
BBB	Equilibrata	L'equilibrio patrimoniale, finanziario ed economico dell'impresa è considerato adeguato.
BB		La performance dell'impresa è adeguata considerando il settore e il paese nei quali opera.
B	Vulnerabile	L'impresa manifesta segnali di vulnerabilità.
CCC		L'impresa mostra squilibri nella sua struttura patrimoniale, finanziaria ed economica.
CC		L'impresa mostra dei segnali di elevata vulnerabilità.
C	Rischiosa	L'impresa manifesta situazioni patologiche considerevoli.
D		L'impresa manifesta situazioni patologiche gravi.

I dati risultanti dall'estrazione, derivante dall'applicazione dei due criteri sopra citati, sono classificati per Regione nella Tabella 4.1 e per codice ATECO nella

Tabella 4.2 e ordinati secondo il rating MORE.

Tabella 4.1, *Risultati estrazione per regione ordinati per rating MORE, elab. proprie*

Rating MORE											
Regione	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	D	Tot
Abruzzo	11	28	51	60	103	75	15	1			344
Basilicata	1	6	14	30	30	26	4	2			113
Calabria	4	12	20	28	56	40	7	3			170
Campania	24	72	108	200	332	216	25	2			979
Emilia-Romagna	53	372	504	672	707	493	93	16			2910
Friuli-Venezia Giulia	9	47	100	133	153	120	17	5			584
Lazio	46	168	224	366	452	386	80	14	1		1737
Liguria	14	55	76	110	125	77	18	7			482
Lombardia	213	1146	1492	1884	1849	1291	271	46	4		8196
Marche	14	76	100	170	233	143	23	4			763
Molise		4	2	9	9	12					36
Piemonte	47	295	382	491	517	348	65	8			2153
Puglia	7	45	64	110	185	148	21	1	1		582
Sardegna	3	11	19	38	54	38	10				173
Sicilia	11	33	76	108	158	123	22	4	1		536
Toscana	40	225	283	360	416	311	50	8			1693
Trentino-Alto Adige	8	90	100	149	162	127	34	3	1		674
Umbria	2	25	31	61	96	79	13	2			309
Valle D'Aosta	1	6	12	13	14	7	1	1			55
Veneto	85	488	660	807	772	518	95	9	1	1	3436
Totale complessivo	593	3204	4318	5799	6423	4578	864	136	9	1	25925

Il campione complessivo delle aziende estratte con i criteri individuati è di 25.925 unità. Se escludiamo le aziende che vengono valutate con il rating da B a D considerate vulnerabili e rischiose, il data base si riduce a 20.337 aziende. La regione con il maggior numero di aziende candidabili all'emissione di minibond è

la Lombardia, seguita da Veneto, Emilia Romagna e Piemonte, le stesse regioni che ad oggi risultano con le maggiori emissioni attive e collocate sul mercato.

Tabella 4.2, Risultati estrazione per ATECO ordinati per rating MORE, elab. proprie

Codice ATECO	Rating More										Tot
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	D	
A - Agriculture, forestry and fishing	4	22	29	27	47	20	7	1			157
B - Mining and quarrying	4	4	6	18	25	15	8		2		82
C - Manufacturing	304	1657	2202	2989	3176	2306	397	49	1	1	13082
D - Electricity, gas, steam and air conditioning supply	5	34	59	95	155	89	24	9			470
E - Water supply; sewerage, waste management and remediation activities		25	63	111	196	140	30	6			571
F - Construction	15	102	137	274	430	427	80	9	1		1475
G - Wholesale and retail trade; repair of motor vehicles and motorcycles	151	782	984	1064	1064	673	103	9	1		4831
H - Transportation and storage	15	130	214	314	297	209	35	12			1226
I - Accommodation and food service activities	13	52	64	95	119	99	21	5	1		459
J - Information and communication	28	116	163	217	221	147	38	6	1		937
L - Real estate activities	1		1	2	2	1					7
M - Professional, scientific and technical activities	26	138	215	312	339	174	64	18	2		1288
N - Administrative and support service activities	16	76	92	127	159	114	21	2			607
P - Education		8	7	9	8	6	1	1			40
Q - Human health and social work activities	4	32	46	93	110	103	16	1			405
R - Arts, entertainment and recreation	6	21	16	36	38	30	14	6			167
S - Other service activities	1	4	20	16	37	25	5	2			110
U - Activities of extraterritorial organisations and bodies		1									1
Totale complessivo	593	3204	4318	5799	6423	4578	864	136	9	1	25925

Il codice ATECO con la numerosità maggiore di imprese potenziali emittenti è rappresentato dalla manifattura nel suo complesso, dimostrazione evidente della vocazione artigianale e industriale dell'Italia. Le aziende estratte sono potenzialmente adatte ad intraprendere un percorso virtuoso che può portarle agevolmente verso il mercato obbligazionario. Delle 29.925 aziende totali, 1680 hanno un fatturato superiore ai 100 mln di euro e 28.245 sono sotto i 100 mln e più in dettaglio 26.601 sono sotto i 50 mln. Questo dato rappresenta l'89% dell'intero campione. Maggiormente si entra nel dettaglio dei numeri e maggiore è l'urgenza per le aziende di rendersi trasparenti e intellegibili e sfruttare le potenzialità inesprese che possiedono, attraverso l'utilizzo di strumenti di mercato quali i minibond.

CONCLUSIONI

La diffusione efficace ed efficiente delle innovazioni finanziarie richiede due ingredienti fondamentali rappresentati dal livello tecnologico che supporti in tutte le fasi lo strumento innovativo, e dal percorso educativo degli operatori chiamati ad utilizzare l'innovazione introdotta. Facciamo un facile esempio di successo di un'innovazione finanziaria di qualche anno addietro. La moneta elettronica, intesa come le carte di credito/debito, fino alle frontiere del fintech con le transazioni istantanee fra smartphone, introdotta negli anni 50' del secolo scorso. L'utilizzo di una piattaforma tecnologica condivisa, sicura e facile da usare, e una padronanza dello strumento, al momento sicuramente molto elevata delle carte elettroniche, ma a breve lo sarà anche degli strumenti e delle opportunità offerte dal fintech, ha consentito la diffusione mondiale di tale innovazione e oggi sarebbe impensabile esserne senza, se non perché rimpiazzata da un'innovazione più evoluta ma ugualmente recepita e condivisa. La velocità di circolazione della moneta è aumentata in maniera esponenziale e ne siamo tutti consapevoli.

Una innovazione finanziaria non di successo? I mutui sub-prime. La piattaforma tecnologica esisteva, ed esiste, e funzionava anche velocemente, mancava del tutto la cultura finanziaria e anche, soprattutto, la volontà di volerla diffondere.

La cultura finanziaria rappresenta la vera lacuna da colmare dinanzi all'introduzione di una innovazione finanziaria. La tecnologia con poco tempo la si

può creare, affinare, rendere sicura e facile da usare. Educare a far crescere la consapevolezza sull'utilizzo di uno strumento finanziario richiede tempo e impegno da parte dei regolatori, delle istituzioni finanziarie ed educative di un paese. La premessa delle conclusioni del presente lavoro è servita per giungere al termine del percorso delineato nelle pagine precedenti. L'evoluzione teorica delle scelte fra debito ottimale e scelta del finanziatore fra banche e mercati. Il *credit crunch* visto nelle sue cause e nei suoi effetti. Le scelte del legislatore nell'introdurre i minibond e le conseguenti azioni della filiera degli operatori coinvolti. E infine il salto di qualità che si deve chiedere alle imprese nella figura dei proprietari e delle figure apicali se non dovessero coincidere. Selezionare le imprese potenziali è un esercizio facile da condurre e da affinare. Altri indicatori e criteri possono essere eventualmente scelti e utilizzati senza mutare il risultato finale. Noi abbiamo scelto di abbracciare la filosofia di una società di rating che punta non solo ad emettere un giudizio, ma soprattutto a formare chiunque usufruirà dello strumento del rating. Emettere un voto non basta, è fondamentale capire profondamente come quel giudizio si è formato, attraverso quali determinanti e quali variabili. Tale cultura va trasmessa nelle imprese facendo in modo che ciascun imprenditore possa confrontarsi con i propri numeri in maniera cosciente e con una visione globale degli stessi. Da qui la necessità di un rating "polare" che coinvolga tutti i punti cardinali dell'impresa. Non è stato un caso fortuito, ma una scelta meditata, quella che abbiamo effettuato, nel considerare

al primo posto dei *drivers* aziendali lo stato di avanzamento tecnologico raggiunto da una realtà aziendale. Per tecnologia s'intende sia la strumentazione hardware ma soprattutto la parte software. Il gestionale aziendale, completo e multi obiettivo deve essere orientato alla pianificazione dei processi per semplificarne e facilitarne il controllo e ai clienti. Soddisfatte queste esigenze deve fornire i numeri, che oggi sempre più identifichiamo come i *big data*, che servono per delineare scenari futuri e scelte di sviluppo e investimento. Ecco la necessità del salto di qualità negli interlocutori finanziari, siano essi banche o fondi *private debt*. A nostro avviso è da cambiare l'approccio educativo. La presenza del finanziatore deve essere uno stimolo al miglioramento continuo e costante, sfruttando la tecnologia e rendendo obbligatori dei check-up aziendali. Questo percorso evolutivo porterà le aziende a capire davvero la necessità dell'utilizzo di uno strumento finanziario quali i minibond. Stimolo ordinato ed educativo verso il futuro attraverso le risorse per raggiungerlo. Il mercato potenziale c'è e lo abbiamo dimostrato dall'estrazione del database, i fondi ci sono e lo dimostra la proliferazione di *private debt* che si formano e nascono, le idee ci sono e vanno stimolate, forse manca il coraggio da parte delle imprese di sfidare se stesse prima che i mercati internazionali e mettersi in gioco con la voglia di imparare e di crescere, con la consapevolezza che prima di poter vincere una sfida è necessario confrontarsi e per avere un confronto non si può essere da soli.

BIBLIOGRAFIA

AKERLOF G. (1970), *The Market for 'Lemons': Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism*, Quarterly Journal of Economics, 84 (3), pag. 488-500.

ALESSANDRINI P. (2015), *Economia e politica della moneta*, Il Mulino.

ALTMAN E.I. (1984), *A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question*, The Journal of Finance, vol. 39, n. 4, pag. 1067-89.

BANCA D'ITALIA (2015a), *First-time corporate bond issuers in Italy*, Questioni di Economia e Finanza n. 269, aprile 2015.

BANCA D'ITALIA (2015b), *Bollettino Economico 3/2015*, luglio 2015.

BEBEEZ (6 aprile 2016), *Il primo veicolo di Fondo Italiano si scinde in tre*.

BEBEEZ (13 aprile 2016), *Se tutti avessero il rating, la maggior parte degli emittenti di minibond cadrebbe tra BBB e B*.

BEBEEZ (18 aprile 2016), *ExtraMOT PRO sempre più trasparente, per attrarre investitori internazionali.*

BEBEEZ (25 ottobre 2016), *Anche su ExtraMOT e ExtraMOT PRO al via la quotazione diretta dei bond.*

BELLA M. (2015), *Il problema del credito alle imprese: alcune analisi.*

BERTELLI R., BRAY D. (2013), *Non solo credito bancario: l'opportunità minibond,*
Confindustria Vicenza, 3 dicembre 2013

BOLTON P., FREIXAS X. (2000), *Equity, bonds and bank debt: capital structure and financial market equilibrium under asymmetric information,* Journal of Political Economy, vol. 108, n.2.

BORSA ITALIANA (2013), *ExtraMOT PRO. La risposta di Borsa Italiana alle esigenze di funding delle corporate italiane.*

BOUGHEAS S., MIZEN P., YALCIN C. (2006), *Access to external finance: theory and evidence on the impact of firm-specific characteristics,* Journal of Banking and Finance, 30, 199-227.

CANTILLO M., WRIGHT J. (2000), *How do firm choose their lenders? An empirical investigation*, Review of Financial Studies, Society for Financial Studies, vol. 13, n. 1, pag. 155-189.

CANTOR R. (1990), *Effects of leverage on corporate investment and hiring decisions*, Quarterly Review, 15, Federal Reserve Bank of New York.

CER-CONFCOMMERCIO (2015), *Il credito che manca*.

CHEMMANUR T.J., FULGHIERI P. (1994), *Investment bank reputation, information production and financial intermediation*, The Journal of Finance, vol. 49, n. 1, marzo 1994, pag. 57-59.

CONSORZIO CAMERALE PER IL CREDITO E LA FINANZA (a cura di Calugi R., Morelli V., Paglietti G.) (2014), *Mini-bond. Istruzioni per l'uso*.

CORTESE F., DI NALLO L., RENZULLO E. (2016), *Le condizioni per la diffusione dei minibond*, IPE Working Paper N. 8, luglio 2016.

DATTA S., ISKANDAR-DATTA M., PATEL A. (2000), *Some evidence on the uniqueness of initial public debt offerings*, Journal of Finance, vol. 55, n. 2.

DE ANGELO H., MASULIS R.W. (1980), *Optimal capital structure under corporation and personal taxation*, Journal of Financial Economics n. 8.

DEAN J. (1951), *Capital Budgeting*, New York, Columbia University Press.

DENNIS D., MIHOV V. (2003), *The choice among bank debt, non-bank private debt and public debt: evidence from new corporate borrowings*, Journal of Financial Economics, vol. 70, pag. 3-28.

DIAMOND D.W. (1991), *Monitoring and reputation: the choice between bank loans and directly placed debt*, The Journal of Political Economy, vol. 99, n. 4, pag 689-721.

DI MAJO A., PAZIENZA M.G., TRIBERTI B. (2005), *Le scelte di finanziamento delle imprese minori: teorie e analisi del caso italiano*, working paper n.7/2005, DISEFIN, Università di Genova.

FAZZARI S.M., HUBBARD R.G., PETERSEN B.C. (1988), *Financing constraints and corporate investment*, Brooking Papers on Economic Activity, vol. 1988, n. 1.

FORESTIERI G. (2014), *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio.*

GRAHAM B., DODD L. (1951), *Security analysis*, 3rd ed. New York.

GUSCINA A., PEDRAS G., PRESCIUTTINI G. (2014), *First-time International bond issuance – New opportunities and emerging risks*, IMF Working Paper.

GUTHMANN G., DOUGALL H.E. (1955), *Corporate financial policy*, 3rd ed.

HALE G., SANTOS J. (2008), *The decision to first enter the public bond market: the role of firm reputation, funding choices and bank relationships*, Journal of Banking and Finance, n. 32.

HARRIS M., RAVIV A. (1988), *Corporate control contests and the capital structure*, Journal of financial economics, vol. 20, 1988.

JENSEN M., MECKLING W.H (1976), *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs, and ownership structure*, Journal of Financial Economics, vol. 79, pag. 113-134.

KPMG (2013), *Finanza per la crescita: corporate bond e strumenti alternativi.*

LELAND H. E., PYLE D.H. (1977), *Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation*, The Journal of Finance, vol. 32, n. 2, pag. 371-387.

MAZZOLENI A. (2016), *Il finanziamento all'impresa. La scelta tra debito e capitale*.

MILLER M.H. (1977), Debt and taxes, The Journal of Finance, vol. 32, n.2, pag. 261-275

MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO (a cura di Pacifici F., Segreteria Tecnica del Ministero) (2014), *La Riforma della finanza d'impresa in Italia*, Cernobbio, 17 settembre 2014.

MIZEN P., TSOUKAS S. (2013), *What promotes greater use of the corporate bond market? A study of the issuance behavior of firms in Asia*, Oxford Economic Papers (2014), pag. 227-253.

MODIGLIANI F., MILLER M.H. (1958), *The cost of capital, corporation, finance, and the theory of investment*, American Economic Review 48, pag. 261-297.

MODIGLIANI F., MILLER M.H. (1963), *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*, American Economic Review 53, pag. 433-443.

MYERS S.C. (1977), *Determinants of corporate borrowing*, Journal of Financial Economics n. 5, pag. 147-175.

MYERS S.C. (1984), *The capital structure puzzle*, Journal of Finance n. 39, pag. 575-592.

MYERS S.C., MAJLUF N.S. (1984), *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, Journal of Financial Economics n. 13, pag. 187-221.

PANETTA F. (2014), *Un sistema finanziario per la crescita*, Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia a The Adam Smith Society, Milano, 27 gennaio 2014.

PALETTA A. (2015), *Minibond. Strumenti finanziari per le piccole e medie imprese*, Aracne.

POLITECNICO DI MILANO (2015), *1° Report Italiano sui Mini-Bond*, febbraio 2015.

POLITECNICO DI MILANO (2016), *Il° Report Italiano sui Mini-Bond*, febbraio 2016.

RAJAN R.J. (1992), *Insiders and Outsiders: the choice between informed and arm's-length debt*, *The Journal of Finance*, vol. 47, n. 4, pag. 1367-1400.

ROSS S.A. (1977), *The determination of financial structure: the incentive signalling approach*, *Bell Journal of Economics*, vol. 8, n. 1, pag. 23-40, Spring.

ROSSI S. (2016), *Banche, imprese, mercato*, Intervento del Direttore Generale della Banca d'Italia e Presidente dell'IVASS a ANSPC – XLVIII Giornata del Credito, Roma, 4 ottobre 2016.

SCHIRONE G. (2014), *Finanziamento della crescita e mini-bond: il problema e una possibile (parziale) soluzione*, *Anteo Newsletter* n. 75, gennaio 2014, Prometeia Advisory SIM.

SINGER P. (2000), *Alla ricerca della struttura finanziaria ideale*.

WESTON F. (1989), *What M e M have wrought*, *Financial Management*, n.18.

