



Università Cà Foscari di Venezia
Facoltà di economia
Corso di Laurea magistrale in Amministrazione, Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

**Fondi chiusi dedicati ai minibond: analisi del processo
di investimento, individuazione potenziali target e
studio quantitativo dei minibond destinati alla crescita
quotati sull'ExtraMOT Pro**

Relatore

Ch. Prof. Andrea Veller

Laureando

Ettore Varotto
Matricola 823419

Anno Accademico

2013 / 2014

Ringraziamenti

Desidero ringraziare il Prof. Andrea Veller, relatore di questa tesi, per la grande disponibilità che ha saputo dimostrarmi in questi mesi di tesi: La ringrazio davvero molto per aver assecondato i miei continui aggiornamenti al lavoro.

Voglio ringraziare anche tutti coloro che mi hanno aiutato a completare questa tesi.

Ringrazio quindi i responsabili di:

Tesmec, JSH Group, Corvallis Holding, Dedagroup, INglass, Filca, GSI Group, Coswell, Duemme SGR, Anthilia Capital Partners, FININT SGR, PensPlan, Advam Partners, Antares, Pioneer Investments, Banca Popolare di Vicenza, MondoAlternative, Zenit SGR, Muzinich & Co., Alessandro Rosso Group e Green Arrow¹¹ (ex Enna Energia).

Il Grazie più grande va anche alla mia Famiglia, che mi ha sempre sostenuto e supportato in questi ulteriori due anni di studi, incoraggiandomi a dare il meglio di me e a superare qualsiasi ostacolo avessi davanti.

Grazie mille!

Ettore

Indice

INTRODUZIONE	1
I CAPITOLO - MERCATO DEL DEBITO E MINIBOND	5
1.1 BANCOCENTRISMO E MERCATO DEL DEBITO IN ITALIA.....	6
1.2 IL MERCATO DEI MINIBOND	9
1.3 LE CARATTERISTICHE DEI MINIBOND	10
1.4 I PRINCIPALI VANTAGGI E PUNTI CRITICI DEI MINIBOND PER LE IMPRESE.....	13
II CAPITOLO - FONDI CHIUSI DI MINIBOND: PROCESSO DI INVESTIMENTO, VALUTAZIONE E COSTRUZIONE DI PORTAFOGLI	17
2.1 I FONDI CHIUSI COME VEICOLO DI INVESTIMENTO	18
2.1.1 <i>I fondi chiusi di minibond</i>	19
2.1.2 <i>Elementi essenziali di un fondo chiuso</i>	20
2.1.3 <i>Analisi dei fondi chiusi presenti sul mercato</i>	22
2.1.4 <i>Strutturazione dei fondi chiusi</i>	24
2.2 IL PROCESSO DI SELEZIONE E GESTIONE DEGLI INVESTIMENTI.....	26
2.2.1 <i>La fase di Screening</i>	27
2.2.2 <i>La fase di due diligence</i>	29
2.2.3 <i>Gestione delle posizioni</i>	31
2.2.4 <i>La collaborazione tra le agenzie di rating e i fondi</i>	32
2.2.5 <i>La collaborazione tra gli advisor e i fondi</i>	35
2.3 I COSTI DI STRUTTURAZIONE E COLLOCAMENTO PER L'EMITTENTE	37
2.3.1 <i>I casi concreti di alcuni minibond presenti sull'ExtraMOT Pro</i>	39
2.4 VALORIZZAZIONE DEI MINIBOND.....	41
2.4.1 <i>Il Rendimento all'emissione</i>	41
2.4.2 <i>Valutazione dei minibond post-emissione</i>	43
2.4.3 <i>Analisi dell'influenza del rating sui tassi di rendimento</i>	44
2.5 COSTRUZIONI DI PORTAFOGLI DEI FONDI CHIUSI.....	47
2.5.1 <i>Tipologia di rischio</i>	47
2.5.2 <i>Gestione del rischio</i>	47
2.5.3 <i>Analisi di scenario</i>	48
2.5.4 <i>Analisi delle correlazioni e delle probabilità di default</i>	49
2.5.5 <i>Ottimizzazione di portafoglio</i>	51
III CAPITOLO - ANALISI SU AIDA DELLE POTENZILI TARGET DEI FONDI CHIUSI	53
3.1 IL PROFILO MEDIO DELLA POTENZIALE EMITTENTE	54
3.2 IMPOSTAZIONI, MODALITÀ E CRITERI DI RICERCA SU AIDA.....	56
3.3 ELABORAZIONI SU MS EXCEL	59
3.4 ANALISI DELLE POTENZIALI TARGET INDIVIDUATE	59
IV CAPITOLO - ANALISI QUANTITATIVA DELL'EXTRAMOT PRO CON RIFERIMENTO AI MINIBOND DESTINATI ALLA CRESCITA DI IMPRESE NON FINANZIARIE	66
4.1 INDIVIDUAZIONE E ANALISI DEI MINIBOND DESTINATI A PROGETTI DI CRESCITA	67
4.1.1 <i>Oggetto dell'analisi</i>	68
4.1.2 <i>Uso dei Proventi</i>	71
4.2 CARATTERISTICHE DEI MINIBOND E ANALISI SUI COUPON	74
4.2.1 <i>Confronti sui coupon: analisi generale e evoluzione nel tempo</i>	75
4.2.2 <i>Confronto sui coupon: ammontare emesso e maturity</i>	77
4.2.3 <i>Confronto sui coupon: rating</i>	78
4.2.4 <i>Confronto sui coupon: tipologia di rimborso</i>	79
4.2.5 <i>Confronto sui coupon: covenant</i>	80
4.2.6 <i>Confronto sui coupon: opzioni di rimborso anticipato</i>	81
4.2.7 <i>Confronto sui coupon: analisi incrociata tra covenant, modalità di rimborso e opzioni</i>	82

4.3 ANALISI TRA COUPON E USO DEI PROVENTI.....	84
4.4 GLI INVESTITORI DEI MINIBOND DESTINATI A PROGETTI DI CRESCITA	86
4.5 I COVENANT	90
4.5.1 <i>Analisi dei covenant più rilevanti e diffusi sul mercato</i>	90
4.6 ANALISI DELLE AZIENDE EMITTENTI	96
4.6.1 <i>Fonte di informazione e criteri adottati per le analisi</i>	96
4.6.2 <i>Regioni e zone geografiche</i>	99
4.6.3 <i>Settore merceologico</i>	99
4.6.4 <i>Dimensione e provenienza dei ricavi</i>	101
4.7 ANALISI SUGLI INDICI DI BILANCIO DELLE IMPRESE EMITTENTI.....	104
4.7.1 <i>PFN su EBITDA</i>	106
4.7.2 <i>Leverage Ratio</i>	107
4.7.3 <i>Interest Coverage Ratio</i>	108
4.7.4 <i>EBITDA margin</i>	109
4.7.5 <i>EBIT margin</i>	110
4.8 ANALISI GENERALE DELLE IMPRESE “MIGLIORI” E “PEGGIORI” DEL MERCATO	113
CONCLUSIONI	121
BIBLIOGRAFIA	125
SITOGRAFIA.....	128

Introduzione

Dal 2012 al 2014, il Governo italiano ha introdotto nuove regole volte a facilitare, tra le altre cose, l'emissione di obbligazioni e titoli similari da parte di enti e società italiane non quotate (ad eccezione di banche e micro imprese¹), nella speranza di riuscire ad influire sul comportamento degli intermediari finanziari e delle imprese, nel tentativo sia di accrescere il peso del mercato del debito, sia di rilanciare i finanziamenti a medio-lungo termine al sostegno dell'economia reale del paese. L'obiettivo perseguito dal legislatore è stato, quindi, quello di indirizzare gli investitori professionali², finora interessati prevalentemente solo ai grandi emittenti quotati, nazionali ed esteri, ovvero ai titoli di debito sovrano, verso una nuova *asset class* a medio-lungo termine, rappresentativa soprattutto delle piccole e medie imprese italiane. Contemporaneamente si voleva garantire un accesso agevolato anche alle imprese non quotate verso strumenti alternativi, ma soprattutto complementari, al credito bancario. Tutto questo attraverso l'allentamento di alcune restrizioni civilistiche e fiscali precedentemente previste solamente per le società quotate che volevano emettere obbligazioni.

Prima delle riforme introdotte dal governo infatti, l'accesso delle società non quotate al mercato del debito era sostanzialmente ostacolato dalle diverse restrizioni legali e fiscali in vigore. Basta considerare che il mercato Italiano dei corporate bond, prima dell'intervento del legislatore era quasi esclusivamente composto da titoli di grandi emittenti quotati.

Le considerazioni di carattere economico poste alla base degli interventi legislativi, invece, sono incentrate prevalentemente nell'attenuare, nei bilanci delle imprese italiane, l'eccessivo peso sia dell'intermediazione creditizia (soprattutto nelle PMI) rispetto a quella dei principali paesi avanzati (Inghilterra, Francia, Germania, USA, Giappone), sia dell'indebitamento a breve termine che destabilizza gli investimenti più produttivi a medio-lungo periodo.

Il Governo italiano, quindi, tramite i Decreti Sviluppo (2012), Destinazione Italia (2014) e Crescita e Competitività (2014) ha varato delle misure atte a permettere alle società non quotate un accesso più facilitato al mercato finanziario attraverso l'eliminazione di alcuni vincoli e all'introduzioni di alcune agevolazioni. Le più interessanti delle quali rappresentate di seguito.

- La possibilità di dedurre gli interessi passivi a condizione che i titoli siano quotati su mercati regolamentati o su MTF dei Paesi dell'Unione Europea o dello Spazio Economico Europeo inclusi nella lista dei paesi “*White list*”³.

¹ Microimprese = imprese autonome che hanno meno di 10 dipendenti e un fatturato/totale attivo non superiore a € 2 milioni.

² Investitori qualificati (persone fisiche, persone giuridiche e altri enti che abbiano almeno due dei seguenti requisiti: frequenza media di 10

² Investitori qualificati (persone fisiche, persone giuridiche e altri enti che abbiano almeno due dei seguenti requisiti: frequenza media di 10 operazioni finanziarie a trimestre, un portafoglio di strumenti finanziari di almeno € 500.000 ovvero specifica esperienza professionale nel settore finanziario dichiarata per iscritto dalla persona fisica o dal legale rappresentante della persona giuridica o dell'ente) e gli investitore istituzionale: operatori economici (società privata o ente a controllo pubblico) che effettuano considerevoli investimenti in maniera sistematica e cumulativa, disponendo di ingenti possibilità finanziarie proprie o affidategli (società assicurative; istituti previdenziali; Fondazioni bancarie; Banche; SGR; Sim; Sicav; istituti di credito o altri operatori finanziari professionali che operino per proprio conto o nell'ambito di un mandato di gestione per conto di loro clienti, anche privati; Oicr, quali fondi di investimento o fondi pensione; enti pubblici territoriali; holding finanziarie; holding familiari...)

³ Ovvero (anche per i titoli non quotati) che siano sottoscritti da investitori qualificati che non detengano direttamente o indirettamente, ossia anche per il tramite di società fiduciarie o per interposizione di terzi più del 2% del capitale o del patrimonio dell'emittente e il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in stati che consentono adeguati scambi di informazioni. Inoltre gli interessi passivi sono deducibili fino a concorrenza degli interessi attivi e proventi assimilati e l'eventuale eccedenza è deducibile nel limite del 30% dell'EBITDA, salvo alcune eccezioni (nel caso i titoli siano detenuti da banche o altre società che svolgono attività finanziaria, imprese di assicurazione e capogruppo di gruppi bancari o assicurativi, gli interessi passivi possono essere dedotti nei limiti del 96% del loro ammontare; nel caso di società consortili costituite per l'esecuzione unitaria dei lavori, società progetto e società costituite per la realizzazione e l'esercizio di interporti, non vi è alcun limite).

- L'eliminazione dei limiti previsti dall'art. 2412 del c.c.⁴ riguardo all'emissione di obbligazioni e titoli similari (quotati) da parte di società di capitali.
- La deducibilità delle spese sostenute dall'emittente per l'emissione dei titoli nell'esercizio in cui sono state sostenute, indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio in base al principio di cassa⁵.
- Il beneficio per gli investitori (anche fondi), dell'esenzione dalla ritenuta alla fonte del 26% su interessi e altri proventi sui titoli⁶.
- L'introduzione della scelta del regime fiscale agevolato dell'imposta sostitutiva dello 0,25% (calcolata sull'importo collocato), al posto delle ordinarie imposte d'atto (imposta: di registro, di bollo, ipotecaria e catastale)⁷.
- L'estensione della possibilità di beneficiare del privilegio speciale, quale garanzia reale su obbligazioni e titoli similari a medio-lungo termine, su determinati beni mobili, oltre che immobili, dell'impresa emittente.
- Viene data la possibilità alle imprese di assicurazione di sottoscrivere tali titoli annoverandoli all'interno dei fondi interni a copertura delle riserve tecniche.
- È previsto infine che il Fondo di Garanzia, possa fornire garanzie anche alle SGR che sottoscrivono tali titoli per conto dei fondi d'investimento chiusi che gestiscono.

Da queste riforme (che non verranno successivamente riprese) nascono anche i cosiddetti "minibond"⁸, titoli obbligazionari di durata non inferiore ai 36 mesi di cui si parlerà nei prossimi capitoli⁹. Questi ultimi rappresentano un notevole passo avanti verso la creazione di un mercato del *private debt* italiano, nella speranza di:

- allentare il peso dell'indebitamento bancario nei bilanci delle società italiane; attenuare la dipendenza delle imprese sia dagli shock che colpiscono il canale creditizio, sia dalle prassi del canale bancario;
- riallineare lo sbilanciamento tra i debiti a breve e i debiti a medio-lungo, nelle fonti di finanziamento delle imprese.

Sebbene alcuni ritenevano inizialmente che i minibond potessero essere anche interpretati come lo strumento in grado di ridurre i problemi dell'inasprimento/razionamento del credito all'economia reale degli ultimi anni, ai fini di questo elaborato e secondo quella che è l'evoluzione attuale del mercato, nonché il punto di vista dei principali investitori attivi, va detto fin da ora che, questi strumenti, non possono essere considerati semplici aiuti economici ad aziende in crisi, in grado di risolvere i loro problemi di breve periodo, ma piuttosto, un'opportunità per le PMI di finanziare con strumenti diversi i propri progetti industriali, in linea con le realtà industriali più grandi. Uno strumento complementare al prestito bancario e non alternativo ad esso. In altre parole, il minibond non è lo strumento più adatto a rifinanziare o ristrutturare il debito delle imprese che incontrano difficoltà di accesso al più tradizionale finanziamento bancario, a causa del settore in cui operano, del

⁴ Il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili dell'ultimo bilancio approvato.

⁵ Ad esempio: le spese legali per la personalizzazione del contratto, i costi per la predisposizione del *business plan* o di un eventuale *business plan review* per conto di terzi, i costi per il calcolo del rating di bilancio e i costi per la produzione di un reporting trimestrale o semestrale a favore dell'investitore, le commissioni di collocamento, i compensi per le prestazioni professionali e le altre spese legate all'emissione.

⁶ Assoggettati quindi all'applicazione di un'imposta sostitutiva del 26% se il sottoscrittore è un investitore qualificato persona fisica, o ente/società non commerciali "nettisti", oppure l'esenzione anche da detta imposta se il percipiente è un investitore qualificato nella forma di società o ente commerciale o un soggetto residente all'estero, purché in un Paese *White list* "lordista".

⁷ Prima del Decreto Destinazione Italia, l'imposta sostitutiva era applicata automaticamente ma questo non garantiva l'effettivo beneficio fiscale. In presenza di finanziamenti senza security package e o senza garanzie, l'applicazione dell'imposta sostitutiva poteva, infatti, concretizzarsi in un aggravio del costo del finanziamento

⁸ Nome inventato dalla stampa per inquadrare le piccole emissioni obbligazionarie di importo fino a € 30-50 milioni.

⁹ Sebbene con il termine minibond si ricomprendano tutte le obbligazioni e titoli similari (intesi anche i titoli di debito delle S.r.l.) con scadenza non inferiore ai 36 mesi, comprese le convertibili, le partecipative, le subordinate e le combinazioni di queste due, nei prossimi capitoli si parlerà principalmente dei minibond riferendoci alle obbligazioni senior (ordinarie) unsecured.

limitato *turnover*, della scarsa patrimonializzazione, della scarsa stabilità finanziaria e operativa, della rigidità di offerta delle stesse banche, dei problemi di contenzioso, ecc. Piuttosto è uno strumento utile a quelle aziende sane che vogliono finanziare i loro progetti di crescita per linee interne e/o esterne, e/o per quelle aziende che, in vista di un eventuale IPO (offerta pubblica iniziale) futura nel mercato azionario, volessero testare sia la loro capacità organizzativa sia la loro capacità di gestione delle relazioni con gli operatori del mercato finanziario. Certamente poi può essere usato anche come un mezzo per finanziare l'attività operativa e per ricapitalizzare l'eccesso di debito a breve e raggiungere un miglior equilibrio finanziario tra fonti e impieghi (e, al limite, un miglior rating), ma questi ultimi devono rimanere obiettivi secondari per una piccola e media impresa. Se si guarda al mercato quotato dedicato ai minibond (ExtraMOT Pro), infatti, fino ad ora (31 dicembre 2014), su 78 diverse aziende emittenti, solo due sono PMI non finanziarie (Primi Sui Motori e Penelope) che hanno destinato i proventi della raccolta principalmente al rifinanziamento del debito¹⁰. Tutti gli altri operatori che sono riusciti a collocare sull'ExtraMOT Pro titoli per rifinanziare i loro debiti sono o società finanziarie, o grandi operatori che hanno collocato obbligazioni di importo superiore a € 100 milioni. Inoltre, è da sottolineare che, entrambe le società (Primi sui Motori e Penelope) per collocare sul mercato quanto desiderato, hanno dovuto riconoscere agli investitori un tasso d'interesse del 9%, quando la media per le altre PMI è del 6,29%¹¹, e nonostante negli ultimi tre anni abbiano registrato ricavi crescenti e risultati economici positivi¹². Per cui si ritiene difficile che PMI con problemi reddituali o finanziari possano piazzare facilmente dei minibond allo scopo di rifinanziarsi, se non hanno dei buoni fondamentali di bilancio o se non competono in mercati con buone prospettive di crescita.

A conferma di questo, lo scarso interesse da parte dei principali veicoli di investimento, i fondi chiusi di debito, verso aziende che intendono emettere minibond allo scopo prevalente di rifinanziare o ristrutturare i loro debiti.

Nel primo capitolo successivo verrà, quindi, introdotto il mercato del debito in Italia e lo strumento minibond, relativamente alle sue caratteristiche e ai possibili vantaggi e svantaggi rispetto al prestito bancario (senza però considerare i vantaggi normativi e fiscali, nonché gli impatti offerti dai decreti Sviluppo, Sviluppo Bis, Destinazione Italia e Crescita e Competitività).

Nel secondo capitolo verranno trattati, invece, i veicoli di investimento, quali i fondi chiusi di debito, creati su iniziativa di banche, SGR e Sicav, per spingere verso il consolidamento del mercato dei minibond. Riferendoci a questi ultimi esclusivamente come quei titoli di importo inferiore a € 50 milioni destinati principalmente a progetti di crescita e sviluppo di società non finanziarie. In altre parole, non verranno considerati i minibond destinati prevalentemente al rifinanziamento o ristrutturazione del debito, i titoli di importo superiore a € 50 milioni e i minibond emessi da società finanziarie. Questo al fine di considerare i minibond dal punto di vista dei fondi chiusi, cioè come lo strumento più idoneo, rispetto al credito bancario, a finanziare i progetti di investimento a medio-lungo termine delle imprese non finanziarie. Successivamente, nel terzo capitolo, verrà presentata una ricerca condotta su Aida per individuare le imprese "potenziali target" per le fasi di *screening* dei fondi chiusi. Nel quarto e ultimo capitolo, infine, sarà presentata una ricerca sul mercato ExtraMOT Pro riguardo ai soli minibond destinati a finanziare progetti di crescita di

¹⁰ Analisi dati Documenti d'Ammissione degli emittenti sull'ExtraMOT Pro.

¹¹ Elaborazioni su dati ExtraMOT Pro al 31/12/14

¹² Analisi di bilancio su Aida.

imprese non finanziarie. Verranno, quindi, analizzate le caratteristiche dei minibond, delle aziende emittenti e le relative tendenze sui tassi cedolari. L'ExtraMOT Pro è un MTF (Multilateral Trading Facilities¹³) creato anche, e soprattutto, per i minibond. È anche l'unico per cui è stato possibile ottenere informazioni adeguate sulle imprese emittenti e sui relativi titoli. I minibond non quotati seppur sottoscritti dai fondi e destinati a progetti di crescita e sviluppo non prevedono, infatti, l'obbligo per le imprese emittenti né di dover pubblicare un documento riepilogativo delle condizioni contrattuali, né di dover pubblicare l'ultimo bilancio riclassificato, rendendo più difficile la loro individuazione e, quindi, una loro analisi.

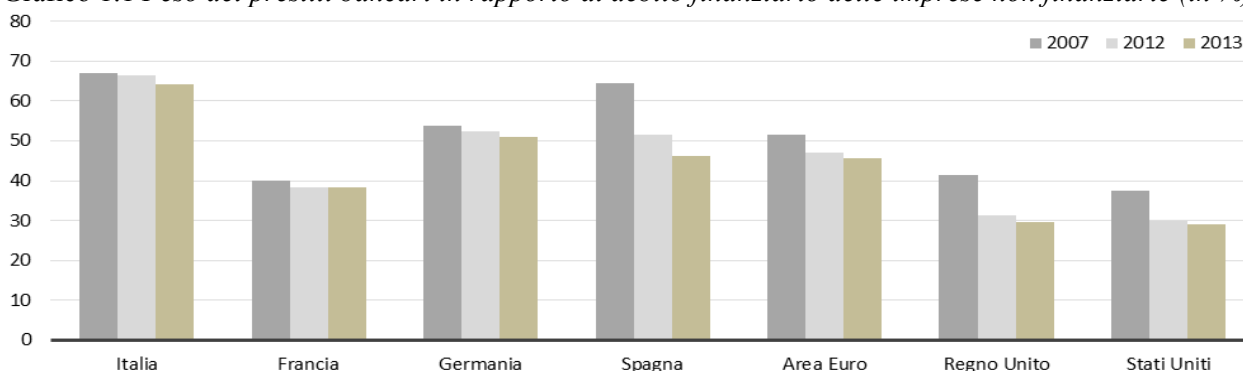
¹³ In breve: sistemi di contrattazione privati che offrono la possibilità di negoziare strumenti finanziari quotati presso una Borsa, senza compiti regolamentari di ammissione e informativa.

I CAPITOLO - MERCATO DEL DEBITO E MINIBOND

1.1 Bancocentrismo e mercato del debito in Italia

In Italia, seppur in calo, il credito bancario ha sempre rivestito un ruolo predominante sul totale dei debiti finanziari delle imprese, rappresentandone stabilmente oltre i due terzi delle fonti finanziarie. Nel confronto con altri paesi europei e anglosassoni, la dipendenza delle imprese italiane dal sistema bancario, attualmente (più che in passato) non ha eguali.

Grafico 1.1 *Peso dei prestiti bancari in rapporto al debito finanziario delle imprese non finanziarie (in %)*



Fonte: Banca d'Italia per l'Italia; BOE per il Regno Unito; Eurostat e BCE per i Paesi dell'Area Euro; e FED per gli Stati Uniti

Il “Bancocentrismo” italiano ha una caratterizzazione storica, le cui origini si possono far risalire ai tempi dell’inflazione a due cifre degli anni ’70 e che si è fortemente accentuata dopo le crisi speculative del 1992-93 in contemporanea all’entrata dell’Italia nella seconda fase dell’UEM. Dal quel momento, anche grazie alle migliori prospettive del mercato, l’accesso al credito era diventato più facile, e i prestiti bancari si erano trasformati in una sorta di commodity. Nel corso degli anni prima della crisi del 2007, si era arrivati a una sorta di dipendenza da credito, con le banche che distribuivano risorse ben oltre l’andamento degli investimenti e della produzione industriale. I problemi derivanti da un eccesso di intermediazione bancaria nel tessuto produttivo italiano sono emersi e conseguentemente aggravati con l’avvento delle ultime due crisi (quella finanziaria prima e del debito sovrano poi). La crisi del sistema finanziario innescata nel 2007 ha avuto, infatti, un effetto amplificato sull’economia reale italiana, attraverso la propagazione delle tensioni sul debito sovrano, le politiche fiscali restrittive, le politiche regolamentari pro-cicliche ed i problemi di patrimonializzazione di molte delle banche domestiche.

Il rallentamento del ciclo economico globale ha ridotto i margini delle imprese e creato tensioni nella gestione finanziaria. Il risultato finale è stato un aumento del numero di crediti problematici tra gli impieghi degli istituti di credito. L’incremento degli stessi, sommato all’irrigidimento dei requisiti patrimoniali imposto dalle autorità europee, ha causato l’inasprimento delle condizioni di accesso al credito, in termini sia di maggiori costi che di minori erogazioni. Le tensioni finanziarie delle società italiane conseguentemente si sono inasprite, alimentando così un circolo vizioso.

L’elevato bancocentrismo che caratterizza il sistema italiano ha comportato, quindi, importanti punti di riflessione in un periodo storico difficile come quello del 2007-2013:

- il tessuto produttivo risulta strettamente legato alla congiuntura economica specifica dell’attività bancaria. In caso di crisi di liquidità del sistema finanziario, di tensioni sui bilanci bancari (ad esempio, a seguito di crisi del debito sovrano), o di irrigidimento dei

requisiti patrimoniali dell'istituto di credito, le imprese sperimentano spesso un peggioramento nelle condizioni di accesso al credito.

- nelle fasi di congiuntura negativa si attivano dei circoli viziosi pro-ciclici. Le imprese in difficoltà affrontano crisi di liquidità o situazioni di insolvenza con conseguenze negative sul sistema bancario attraverso svalutazioni su crediti. Le banche, a loro volta, a causa dei vincoli patrimoniali, sono costrette a ridurre gli impieghi, razionando il credito alle imprese (soprattutto le più rischiose) non favorendo di fatto l'uscita dalla fase di contrazione dell'attività economica.
- la struttura finanziaria delle aziende italiane è fortemente dipendente dalle prassi del mercato del credito che prevedono un elevato ricorso alle garanzie reali e/o al rinnovo di prestiti a breve termine. Negli ultimi anni tuttavia le imprese hanno sempre meno beni aziendali da concedere a garanzia e l'eccesso di debito a breve oltre ad esporre le imprese a maggiori rischi di rifinanziamento, disincentiva gli investimenti più produttivi a lungo termine.

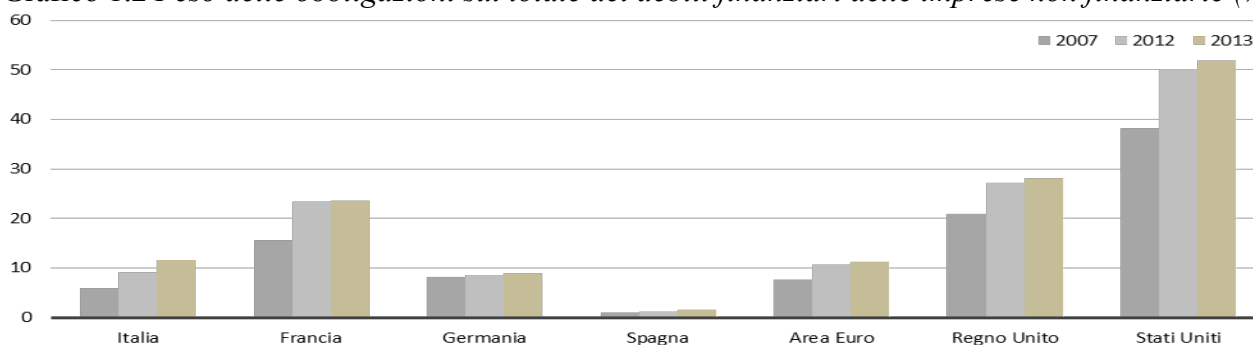
Queste sintetiche conseguenze si sono fatte sentire con maggiore intensità sulle piccole e medie imprese che, non avendo la possibilità di sostituire agevolmente i prestiti bancari con forme alternative di finanziamento, non hanno potuto far fronte agevolmente all'inasprimento (in termini sia di razionamenti che di aumento dei costi) delle condizioni di accesso al credito registratesi.

La maggior debolezza (e resistenza) delle PMI nel diversificare agevolmente le fonti finanziarie nel momento di inasprimento è strettamente legata anche alla maggior difficoltà delle stesse ad accettare ulteriori investitori nel capitale di rischio, nonché al modo in cui, spesso, gestiscono le relazioni con i finanziatori. In molte piccole e medie imprese manca, infatti, una struttura dedicata alla funzione finanza e tesoreria. Conseguentemente quest'ultima viene identificata solo per la gestione dei rapporti con le banche, inserendola tra le attività amministrative aziendali in senso lato. In altre parole, la finanza d'azienda per molte imprese viene considerata una funzione accessoria. Quest'ultima, invece, dovrebbe essere trattata come una funzione fondamentale per la gestione d'impresa e, pertanto, ad essa andrebbero dedicati gli stessi sforzi e le stesse risorse impiegate per le funzioni primarie, a maggior ragione in periodi di difficoltà finanziaria e quando si decide di accedere a forme di finanziamento alternative. L'accesso al mercato del capitale di debito, per esempio, comporta oneri di trasparenza e meccanismi di comunicazione diversi dagli schemi legati al finanziamento bancario. Nuove opportunità nella diversificazione delle fonti di finanziamento offerte sul mercato, richiedono infatti un adeguato sviluppo del processo informativo e delle rilevazioni dei dati economico patrimoniali aziendali. Mutamenti che richiedono a loro volta un approccio più evoluto verso la politica di comunicazione nella cultura di gestione aziendale.

L'origine e sviluppo del bancocentrismo italiano si deve anche alla normativa fiscale, da sempre più orientata a favorire strumenti di debito piuttosto che di capitale. Per ultimo, ma non ultimo, anche i limiti oggettivi all'offerta di capitali, con il mercato del *venture capital* e del *private equity* che hanno sempre faticato a decollare, anche a causa dei noti vincoli amministrativi. Gli stessi limiti si riscontrano nel mercato azionario, poco sviluppato e rigido, e soprattutto nel mercato obbligazionario che, di fatto, non si è mai sviluppato completamente. In Italia il ricorso a quest'ultimo è storicamente stato sfruttato principalmente dalle grandi imprese, mentre restrizioni culturali e legislative hanno bloccato il potenziale dinamismo di piccole e medie imprese nella possibilità di diversificare le fonti

di approvvigionamento. Il conseguente effetto è che il peso delle obbligazioni sul totale dei debiti finanziari delle imprese italiane è sempre stato molto contenuto.

Grafico 1.2 *Peso delle obbligazioni sul totale dei debiti finanziari delle imprese non finanziarie (%)*

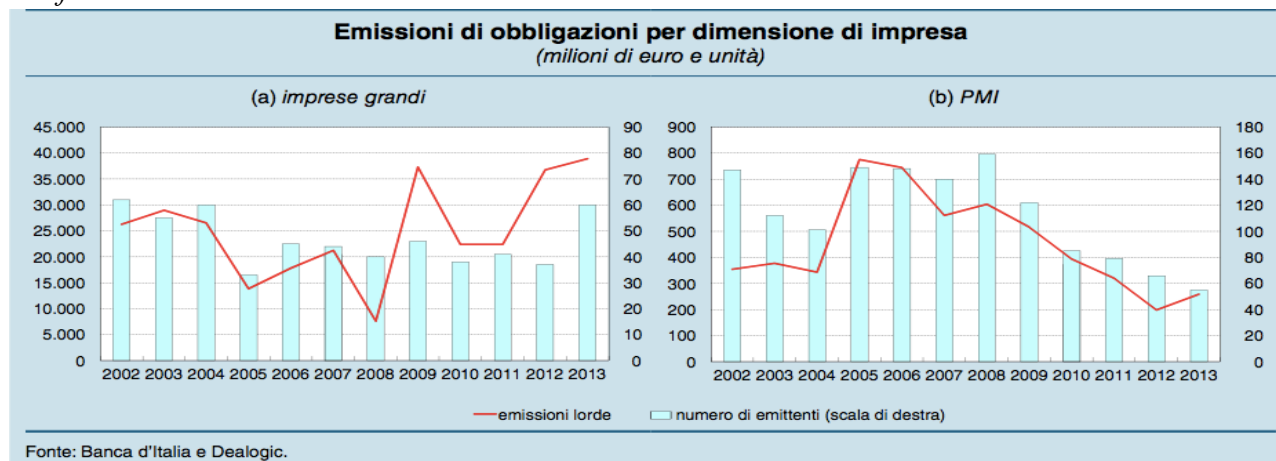


Fonte: Banca d'Italia per l'Italia; BOE per il Regno Unito; Eurostat e BCE per i Paesi dell'Area Euro; e FED per gli Stati Uniti

Dal 2009 ad oggi le emissioni obbligazionarie in Italia sono state pari a circa € 30 miliardi in media all'anno¹⁴. Sebbene la raccolta obbligazionaria rimanga inferiore a quella che si registra nei paesi avanzati, si è registrato un notevole incremento rispetto al periodo pre-crisi, in cui i collocamenti medi annui erano pari quasi alla metà. I collocamenti degli ultimi anni hanno però riguardato prevalentemente i primi 250 gruppi industriali italiani. La positiva evoluzione delle emissioni complessive ha, infatti, riguardato solo marginalmente sia il numero, che l'ammontare collocato dalle piccole e medie imprese.

Nei momenti più acuti della crisi, il peso sul mercato (in termini di volumi e numero) di queste ultime ha, infatti, continuato a diminuire (grafico 1.3).

Grafico 1.3



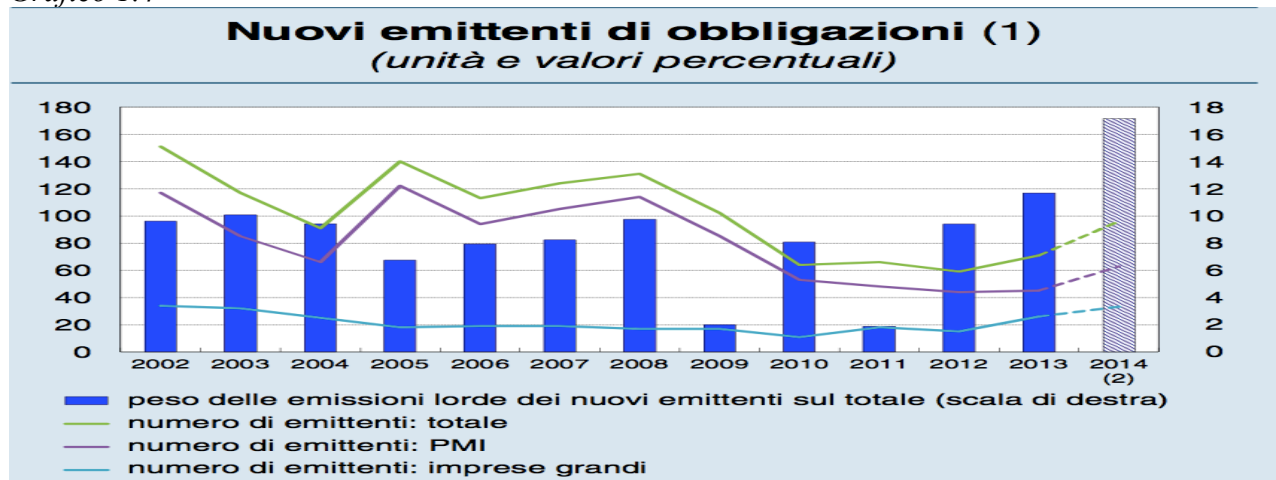
Il divario esistente tra il numero e i volumi di grandi e piccoli emittenti (PMI), riflette soprattutto le maggiori difficoltà per i secondi nel collocare i prestiti di basso importo unitario (poco liquidi) e nel proporsi a grandi investitori istituzionali (soprattutto esteri).

Le maggiori problematiche di accesso al mercato obbligazionario per le piccole e medie imprese sono state in parte attenuate dalle nuove opportunità (menzionati nell'introduzione) offerte dal legislatore agli investitori istituzionali, maggiormente in grado di valutare l'opportunità per piccole e medie imprese di emettere un'obbligazione di medio-lungo periodo. Altro mezzo utile a facilitare l'accesso delle imprese ai mercati dei capitali è la

¹⁴ Relazione annuale 2013, Banca d'Italia.

costituzione nel febbraio del 2013 del segmento ExtraMOT Pro (solo per investitori professionali), dedicato ad agevolare le emissioni degli strumenti inclusi nel Decreto Sviluppo, tra cui i minibond. Questi elementi stanno contribuendo, un po' alla volta, ad incrementare il numero di nuovi emittenti nel mercato (includere le PMI).

Grafico 1.4



Fonte: Banca d'Italia e Dealogic. (1) Sono considerati nuovi emittenti le imprese per le quali non si ha evidenza di collocamenti nei 10 anni precedenti. – (2) Dati stimati sulla base dei primi 9 mesi.

A parità di altre condizioni, tuttavia, la probabilità di iniziare a emettere titoli è maggiore per le aziende che effettuano elevati volumi di investimento, con parametri di bilancio mediamente più stabili e, soprattutto, con un indice di indebitamento più contenuto rispetto alle imprese non emittenti. La probabilità di emettere, per la prima volta, dei titoli è, inoltre, più alta per le imprese con una quota elevata di debiti a breve scadenza (inferiore a un anno) e con un peso notevole di immobilizzazioni tecniche. Le motivazioni alla base degli ultimi collocamenti non risultano, quindi, sostanzialmente diverse da quelle osservate negli anni precedenti alla crisi.¹⁵

1.2 Il mercato dei minibond

Secondo quanto previsto dal Decreto Sviluppo (e successivi Decreti sull'argomento) il ricorso al mercato del capitale di debito è agevolato per tutte le categorie di società di capitali (escluse banche e microimprese) non quotate. In realtà, con le nuove normative, si è cercato di agevolare soprattutto le PMI, in quanto le medie e grandi imprese (con fatturati superiori a € 200 milioni), anche se non quotate, hanno sempre avuto maggiore potere contrattuale nell'approvvigionamento dei capitali. Le PMI, invece, il più delle volte nel corso delle diverse congiunture di mercato hanno faticato più delle grandi, per accedere a forme alternative di finanziamento rispetto al credito bancario. Tuttavia, grandi e piccole, hanno un elemento in comune, ossia la crescente difficoltà di accesso a forme di finanziamento bancario a medio-lungo termine per il finanziamento di progetti industriali più produttivi ma anche a più lunga scadenza. Grazie quindi alle ultime norme è stato introdotto un mezzo complementare (i minibond) al credito bancario per il finanziamento a medio-lungo termine. Il minibond, diversamente dal tradizionale prestito bancario,¹⁶ può

¹⁵ Banca d'Italia: Rapporto sulla stabilità finanziaria n2, novembre 2014.

¹⁶ Caratterizzato da rimborsi rigidi e distribuiti su tutta la durata del prestito e con eventuale richiesta di garanzia reale se di medio lungo termine.

essere strutturato distribuendo in maniera più autonoma per l'emittente i rimborsi di capitale, in modo da adeguarlo alle esigenze di fabbisogno finanziario richieste dal *business plan* e dal piano industriale. Nonostante i minibond siano costruiti anche con scadenze a 5-7 anni, non sono comunque necessarie garanzie reali dell'emittente, anche se non è da escludere la possibilità di introdurre il privilegio speciale su beni strumentali, oppure garanzie personali.

Rispetto al prestito bancario però, il ricorso ai minibond non rappresenta una innovazione più conveniente per le imprese, né in termini di costi, né in termini di tassi di interesse. Colui che intende emettere un minibond deve comprendere che la moltitudine diversa di soggetti che partecipano al processo e al collocamento (studio legale, strutturatore e collocatore, *advisor* finanziario, la società di revisione, notaio, agenzie di rating...) devono essere remunerati. Per di più, questo tipo di strumento comporta un maggior impegno anche in termini di tracciabilità e trasparenza delle performance aziendali nei confronti dei potenziali investitori. È necessario, infatti, incrementare la qualità della *disclosure*, non solo sui risultati di bilancio ma anche (e soprattutto) sui progetti d'investimento che si vogliono realizzare con il collocamento. Impiegando, all'occorrenza, una maggiore collaborazione diretta con l'investitore. L'utilizzo di strumenti complementari di finanziamento come i minibond richiedono, quindi, un maggiore sforzo da parte dell'impresa, se vuole sperare di attirare l'attenzione di soggetti esterni potenzialmente interessati a investire nel suo progetto. Dopotutto sarebbe inverosimile ipotizzare che gli investitori qualificati e istituzionali possano e vogliano sostenere iniziative opache, di imprese poco capitalizzate o i cui membri (proprietà e management) non trasmettono adeguata fiducia nei progetti da realizzare.

Se dal punto di vista teorico i minibond si rivolgono principalmente alle piccole e medie imprese, è normale in ogni caso aspettarsi, almeno in una prima fase, che la maggior parte delle emissioni siano effettuate da medie aziende per importi non inferiori ai 3-5 milioni di euro. Titoli più piccoli risulterebbero molto costosi per l'emittente e difficilmente attirerebbero l'attenzione degli investitori qualificati e istituzionali.

Dal punto di vista degli intermediari creditizi, lo strumento minibond rappresenta invece un'occasione per far evolvere i rapporti con la clientela corporate. I minibond necessitano però di azioni volte alla formazione interna delle risorse, nonché di strutture con il compito di accompagnare le imprese nell'accesso al mercato di capitali. Non ultimo, tali strumenti, quando sono offerti al pubblico, richiedono all'intermediario incaricato, di dedicare molta attenzione alla gestione e individuazione dei conflitti di interesse, per garantire un accesso trasparente al mercato anche alle società con un merito di credito più basso, in modo tale che gli investitori non dubitino che l'accesso al mercato dei capitali da parte di queste imprese possa rappresentare un mezzo per risolvere una situazione di incaglio o sofferenza derivante da impieghi antecedenti.

1.3 Le caratteristiche dei minibond

Il processo di strutturazione dei minibond permette di plasmare le caratteristiche delle emissioni in base alle esigenze dell'azienda e degli investitori qualificati e istituzionali. Questi ultimi, diversamente dagli investitori retail, sono i soggetti dotati di strutture, esperienza, conoscenza e competenza necessari per analizzare il rischio e prendere decisioni adeguate in materia di investimenti illiquidi a medio-lungo termine come i minibond.

Sebbene i minibond, quali strumenti obbligazionari, possano avere diversa natura (ordinaria, convertibile, partecipativa, subordinata e combinazioni di queste due), il mercato quotato attualmente è orientato a obbligazioni ordinarie con pagamento periodico degli interessi. Solitamente sono emesse e rimborsate alla pari, ma ciò non toglie di poter scegliere valori di emissione e di rimborso sopra o sotto la pari. La durata (*maturity*) varia tipicamente tra i 3 e i 7 anni con piani di rimborso di tipo *Bullet*, in un'unica soluzione a scadenza (d'ora innanzi *Bullet*), oppure con ammortamento o periodi di pre-ammortamento. L'ammortamento è previsto che avvenga solitamente tramite rimborso periodico a tutti i sottoscrittori (d'ora innanzi *Amortizing*) piuttosto che tramite estrazione (cosiddetto *drawing*). In ogni caso, poi, se i minibond sono quotati sul mercato, è previsto che l'emittente abbia sempre la possibilità di poter acquistare le quote emesse sul secondario ed estinguerle¹⁷. La possibilità di inserire nei titoli opzioni di rimborso anticipato a favore dell'emittente (Call) e/o del sottoscrittore (Put) non è obbligatoria nei minibond, anche se, dal 2014 nel mercato è diventata essenziale la presenza della clausola Put.

Il pagamento delle cedole, calcolate sul valore nominale del minibond, può essere stabilito liberamente, in misura costante (con una cedola fissa) o in misura variabile, legando la cedola a un indice di riferimento finanziario¹⁸, quale l'EURIBOR a tre o sei mesi tipicamente, con l'aggiunta di uno spread. Anche la cadenza temporale per il pagamento delle cedole può essere determinato liberamente, gli investitori preferiscono comunque cedole semestrali¹⁹. Per quanto riguarda le garanzie, la tendenza del mercato è orientata verso emissioni *unsecured*, cioè non assistite da garanzie reali²⁰, anche se al riguardo alcune istituzioni specializzate ed enti pubblici si sono adoperate per offrire servizi di prestito di garanzie reali (*bond secured*). Per esempio, il Fondo Centrale di garanzia delle PMI, divenuto operativo a novembre 2014, può intervenire sia nei confronti di singole sottoscrizioni di minibond, sia nei confronti di portafogli di tali strumenti. Tuttavia nel mercato ExtraMOT Pro a fine dicembre 2014 non erano ancora presenti emissioni garantite dal Fondo Centrale. In assenza di garanzie reali, non è però infrequente che gli investitori richiedano garanzie infragruppo. Quasi sempre vogliono poi che i minibond siano assistiti da covenants (clausole vincolanti alla gestione aziendale che l'emittente è tenuta a rispettare). Questi ultimi hanno il compito di conservare lo stato di solvibilità dell'emittente e di segnalare nel più breve tempo possibile al sottoscrittore del titolo, casi di deterioramento della solidità patrimoniale, della redditività e eventi pregiudizievoli significativi in generale. Nel caso gli impegni (e quindi i covenant) non vengano rispettati, i sottoscrittori dei titoli hanno il diritto di rinegoziare i termini dell'emissione, aumentando magari il tasso di interesse (il cosiddetto *step-up*) o richiamando il capitale anticipatamente (esercitando l'opzione Put). I covenant possono poi essere estesi anche a società controllate, collegate o controllanti. Riguardo ai covenant più diffusi sul mercato si parlerà comunque più approfonditamente nell'ultimo capitolo di questo elaborato. Quelli comunque più richiesti dagli investitori, sono solitamente: clausole di salvaguardia, utilizzo dei proventi, cambio di controllo, limiti sui dividendi, limiti sull'indebitamento, informativi e di rappresentanza.

¹⁷ Non è esclusa inoltre la possibilità per gli emittenti di proporre offerte pubbliche di acquisto sul prestito obbligazionario per ridurlo o estinguerlo.

¹⁸ Attualmente sul mercato dei minibond non sono invece presenti indicizzazioni di tipo reale (indice dei prezzi o su un prezzo specifico) o di tipo valutario (rapporti di cambio tra valute).

¹⁹ Alla data del 31/12/14 sull'ExtraMOT Pro, relativamente ai minibond di imprese non finanziarie, sono presenti 30 titoli (8 titoli del consorzio Viveracqua sono considerati come 1) che pagano gli interessi semestralmente, 12 annualmente e 7 trimestralmente. Elaborazioni dati ExtraMOT Pro

²⁰ Nel caso di procedure concorsuali (tipo fallimento) dell'emittente, gli obbligazionisti potranno agire sul debitore in base al principio della "*par condicio creditorum*", in ogni caso in posizione postergata rispetto a tutti i crediti che vantano delle garanzie.

Durante il processo di investimento, la scelta dei covenant è un passaggio fondamentale e va gestita con molta attenzione nel momento in cui l'emittente negozia il tasso cedolare di emissione con l'investitore. La maggior parte dei fondi chiusi, ad esempio, all'inizio del processo di selezione prevedono la condivisione di un *term sheet* di emissione con il potenziale emittente, in cui sono ricomprese le caratteristiche principali del minibond e soprattutto la tipologia e il numero di covenant da inserire. Questo al fine di rendere note fin da subito all'azienda quale diversa tipologia di garanzie sono richieste dal mercato.

Per quanto riguarda il collocamento dei minibond presso il pubblico, questo può avvenire sia tramite offerta pubblica (*public offering*) sia tramite offerta privata (*private placement*). In quest'ultimo caso i minibond di nuova emissione sono collocati presso un numero potenzialmente limitato di investitori professionali (anche uno solo). Nel caso, invece, di offerta pubblica il collocamento può essere di tipo semplice (il collocatore non si assume nessun impegno), con assunzione a fermo²¹ e con assunzione a garanzia²².

La fase del collocamento è molto importante soprattutto per comprendere l'interesse dei potenziali investitori verso il minibond (ossia le sue caratteristiche), verso l'emittente (fondamentali di bilancio, caratteristiche del business, rischi...) e verso il rapporto rischio-rendimento offerto.

Il processo che conduce all'emissione e al collocamento dei minibond è solitamente più lungo di quello che conduce, in condizioni normali, alla concessione di un finanziamento bancario. Sono più numerosi i passaggi da seguire e la stessa analisi economico-finanziaria svolta sull'azienda richiede tempi più lunghi di realizzazione. Si stimano mediamente tra i 90 e 120 giorni²³ necessari per completare l'operazione. D'altronde, i minibond non sono mezzi studiati per fronteggiare esigenze immediate di cassa ma piuttosto, per finanziare progetti imprenditoriali a medio-lungo termine che possono richiedere diverso tempo per essere elaborati correttamente. Chi necessita, dunque, di liquidità a breve termine è consigliato di rivolgersi a strumenti più idonei. E' importante sottolineare inoltre che, le aziende con cattivi indici di bilancio e che faticano ad accedere al canale bancario, difficilmente possono sperare di ottenere risultati migliori rivolgendosi a investitori attivi nel mercato dei minibond. Chi invece intende emettere un minibond quotato per rifinanziare il debito in scadenza deve sapere che (con riguardo ai minibond di imprese non finanziarie), oltre ad essere poco interessanti per gli investitori, attualmente le uniche due PMI (Primi sui Motori e Penelope) presenti, stanno pagando un tasso cedolare mediamente molto più elevato rispetto agli altri emittenti che finanziano progetti industriali di crescita (un 9 per cento contro un 6,299²⁴) e nonostante entrambe possiedano, al momento della quotazione, dei buoni indici di bilancio in materia di solidità patrimoniale e reddituale²⁵. Inoltre nessuna delle due ha collocato l'intero importo emesso²⁶.

²¹ Il soggetto incaricato per il collocamento prima sottoscrive interamente la totalità del minibond e successivamente cerca di collocarli presso il pubblico degli investitori.

²² Il soggetto incaricato per il collocamento interviene solamente per garantire il buon esito del collocamento del minibond, quindi nel caso in cui lo stesso, al termine del periodo di collocamento, non dovessero essere sottoscritti o dovessero esserlo solo parzialmente, l'intermediario si impegnerà ad acquistare le quote residue fino a una percentuale predeterminata.

²³ Ciò non toglie che alcuni riescano a completare l'intero processo e il collocamento in un mese, oppure in più tempo.

²⁴ Elaborazioni dati ExtraMOT Pro.

²⁵ Entrambi possiedono degli indici di PFN/EBITDA, PFN/PN, EBITDA/Fatturato e EBIT/Fatturato conformi alle preferenze degli investitori.

²⁶ Elaborazioni dati ExtraMOT Pro.

1.4 I principali vantaggi e punti critici dei minibond per le imprese

Per un'impresa che sceglie di avvicinarsi al mercato dei minibond per finanziare la sua attività deve prima di tutto sapere che, attualmente, i principali investitori professionali (banche, fondi chiusi, *asset manager*, società di assicurazioni, fondi pensione, *family office*, fondazioni) se non hanno di fronte a loro delle grandi realtà industriali o società finanziarie, sono maggiormente interessati a finanziare progetti di crescita e molto meno a rifinanziare il debito o la ristrutturazione delle imprese. Le PMI che intendono quindi usare i minibond esclusivamente per rifinanziare i loro debiti rischiano di non riuscire a trovare sufficienti finanziatori, o di dover pagare un tasso di interesse talmente elevato da disinteressare il potenziale emittente dallo strumento dei minibond. Detto questo, ed escludendo i vantaggi fiscali (già menzionati nell'introduzione), una società di capitali, ricorrendo ai minibond per finanziare i suoi piani industriali, può beneficiare di una serie di fattori attuali o potenziali. Di seguito si elencano i vantaggi più rilevanti dei minibond fino ad ora emersi dalla letteratura nonché dall'analisi del mercato quotato ExtraMOT Pro.

- I minibond permettono di diversificare le fonti di finanziamento attenuando gli accresciuti rischi (emersi in questi anni) derivanti da una forte dipendenza dal finanziamento bancario; elevata quota di prestiti a breve termine (instabile) e ampio ricorso a garanzie pubbliche e private. I minibond possono, infatti, essere emessi solamente con scadenza a medio-lungo termine (non inferiori ai 36 mesi) e non necessitano garanzie.
- I minibond consentono di allungare la durata media delle fonti di finanziamento delle aziende, permettendo un'eventuale riequilibrio tra fonti e impieghi di capitale. Dato che gli indici di struttura finanziaria e liquidità delle aziende rappresentano elementi importanti nell'ambito dei modelli di rating interni agli istituti di credito, il conseguente aggiustamento degli equilibri patrimoniali può riflettersi in un miglioramento della *creditworthiness*²⁷ aziendale e, quindi, nell'accesso al credito per i fabbisogni di breve periodo.
- L'emittente, teoricamente, ha una maggior possibilità di negoziare le condizioni contrattuali (opzioni call e put, modalità di rimborso, covenant, garanzie, pagamento degli interessi...) con gli investitori, rispetto al finanziamento bancario più soggetto alle regole imposte dagli enti creditizi.
- Data la sua natura di strumento stabile e non soggetto a rinegoziazione, il minibond permette alle aziende di finanziare i loro progetti di crescita e sviluppo a lungo termine con strumenti più idonei rispetto al classico finanziamento bancario a breve termine (più instabile e soggetto a eventuali inasprimenti e razionamenti).
- Il processo con cui il minibond viene solitamente strutturato (importante fase di *due diligence*), assomiglia più a quello del *private equity* piuttosto che a un'istruttoria bancaria. A differenza del *private equity* però l'emittente del minibond può beneficiare del fatto che non deve subire un allargamento della base societaria dell'impresa attraverso l'ingresso di nuovi soci (spesso ritenuti «ingombranti» da molte imprese). Quindi, il vantaggio del minibond rispetto al *private equity* è la limitata invasività del sottoscrittore nella governance della società emittente.
- Il minibond permette all'emittente di scegliere con maggior facilità, rispetto a un tradizionale finanziamento bancario, la clausola di rimborso *Bullet*. Con questa modalità

²⁷ Merito di credito

di rimborso l'imprenditore è libero di convogliare l'intero ammontare collocato in un unico progetto o in più progetti ben definiti senza doversi preoccupare di dover rimborsare periodicamente la quota capitale. Al contrario, i prestiti bancari a medio termine prevedono normalmente rimborsi periodici della quota capitale fin dal primo anno in cui è stato concesso l'affidamento, spingendo magari l'impresa a dover scegliere di abbandonare i progetti migliori perché con *payback* a medio-lungo termine. Il minibond, quindi, se i progetti sono validi, non condiziona troppo l'attività delle imprese nella scelta degli investimenti da realizzare, anzi, può essere strutturato sulla base delle esigenze e delle caratteristiche degli investimenti stessi. Invece, per le imprese che, data la natura del loro business nonché dei loro progetti, scelgono di finanziarsi comunque con minibond di tipo *Amortizing* (più convenienti rispetto ai *Bullet*), hanno in ogni caso la possibilità di scegliere come modulare i rimborsi del capitale secondo le loro preferenze.

- Nel caso soprattutto di strumenti quotati, il minibond permette di facilitare e sperimentare la maturazione della “cultura aziendale” (management e azionisti) nell’ottica di assunzione delle «*best practice*» di funzionamento interno, delle regole, dei rapporti e delle strutture di mercato, in previsione di una futura quotazione nel mercato azionario dell’azienda emittente.
- Il minibond permette di aumentare l’interesse degli *stakeholder* e/o migliorare i rapporti esistenti con i medesimi grazie all’effetto marketing/visibilità del collocamento. Questi effetti solitamente sono maggiori per le aziende internazionalizzate che intrattengono relazioni con soggetti esteri e che decidono di quotare il titolo. Grazie alla maggior visibilità offerta dalla quotazione del titolo potrebbero inoltre migliorare anche i rapporti con gli istituti di credito. Il collocamento pubblico può quindi diventare uno strumento di garanzia o affidabilità dell’azienda verso i suoi interlocutori attuali e potenziali, ancora di più se le richieste di sottoscrizione sono maggiori rispetto all’ammontare offerto.
- Rispetto al credito bancario, il minibond permette una forma di finanziamento non soggetto a revoca e non censita nel database della “Centrale Rischi”.
- Tra i vantaggi potenziali offerti dai minibond c’è quello di sperare di riuscire a creare un mercato quotato liquido (attualmente non è così), che potrebbe ridurre notevolmente il relativo premio sui tassi di interesse e quindi allargare notevolmente il numero di potenziali emittenti. Tale onere è attualmente supportato dai first mover che quotando i loro titoli per primi stanno contribuendo un po’ alla volta a creare i numeri e i volumi necessari a rendere in un probabile futuro il mercato ExtraMOT Pro più liquido. Alcune imprese di grandi dimensioni possono inoltre fare la differenza emettendo anche loro minibond accrescendo così l’interesse verso questo mercato.

Tutti questi motivi possono giustificare, a detta di alcuni emittenti del mercato ExtraMOT Pro (Trevi, Tesmec, Sipcam, TBS, Selle Royal, GSI Group, Coswell, JSH Group, Filca, INglass, Dedagroup²⁸), le maggiori spese e il più alto tasso d’interesse da pagare rispetto al classico finanziamento bancario. Solo il tasso cedolare può arrivare a costare, infatti, tra l’1,5% e il 3% in più rispetto a quello bancario (non considerando i benefici fiscali) scoraggiando molti potenziali emittenti. In ogni caso, però, trattandosi di forme di finanziamento complementari, un mero confronto sui tassi cedolari non è il modo più corretto per comprendere lo strumento.

²⁸ Fonte: Interviste dirette agli emittenti

I minibond oltre al tasso di interesse relativamente elevato prevede altri punti critici. I più rilevanti sono rappresentate di seguito.

- Per le PMI non finanziarie la possibilità di emettere minibond col solo scopo di rifinanziare il debito o ristrutturarsi è attualmente molto bassa (sul mercato quotato sono presenti solo due casi su 78 ed entrambi pagano una cedola del 9 per cento).
- Sebbene non sia prevista la redazione di bilanci infrannuali, a differenza che per il finanziamento bancario, può rendersi necessaria una revisione dei processi amministrativi e di reporting interno per le finalità connesse al monitoraggio costante del rating, o qualora previsto dai contratti. Questi elementi fanno lievitare i costi e l'impegno a carico dell'impresa (soprattutto PMI).
- Rispetto al finanziamento bancario, è necessaria una maggior trasparenza da parte dell'emittente verso gli interlocutori del processo (*advisor*, fondi chiusi, *Arranger*, investitori...), non solo sui dati storici ma anche e soprattutto sui progetti da finanziare e sui risultati da raggiungere. La considerevole illiquidità attuale degli strumenti comporta, infatti, l'esigenza di una più approfondita attività di *due diligence* sulle aziende. Conseguentemente le imprese, se vogliono collocare l'importo desiderato, devono sopportare il peso di dover rendere note agli investitori molte delle informazioni riguardanti i loro progetti.
- Analisi di fattibilità dell'operazione e gestione dell'emissione. Aspetto importante e critico è valutare con attenzione l'assetto societario più idoneo con cui procedere all'organizzazione dell'emissione. Bisogna inoltre decidere riguardo la tipologia del collocamento ideale; scegliere se rivolgersi a uno "sponsor" che colloca il minibond a una platea diversificata di investitori (collocamento pubblico), oppure rivolgersi prevalentemente a un solo investitore (*private placement*). Senza dubbio il lavoro necessario per arrivare a collocare sul mercato il prodotto può risultare molto intenso. Già per una media impresa i minibond comportano un maggior carico di attività in termini di preparazione della documentazione propedeutica, di negoziazioni dirette con i potenziali investitori e di personale occupato.
- Criticità derivanti dalla difficoltà di selezionare e identificare la pluralità di soggetti più idonei a strutturare un minibond (*advisor* legali e finanziari, strutturatore dell'operazione, investitori, eventuale società di rating, società di revisione, eventualmente Borsa Italiana e Monte titoli...), a differenza del canale bancario in cui partecipano solitamente due soggetti (banca e richiedente).
- I maggiori costi di strutturazione dei titoli connessi alla moltitudine di soggetti coinvolti. A differenza dei prestiti bancari, infatti, i maggiori costi fissi sono uno dei principali limiti alla possibilità di emettere minibond di piccolo taglio (per imprese altrettanto piccole). Più precisamente, è il peso dei costi fissi che limita la possibilità di emettere titoli di piccole dimensioni (compresi tra uno e due milioni di euro). I costi fissi di strutturazione sono teoricamente gli stessi sia che si tratti di emettere 5 milioni oppure 50. Fin tanto che i costi fissi (*due diligence*, *advisor* legale e fiscale...) si aggirano su cifre tra i 100 e i 200 mila euro il beneficio di emettere un minibond di piccolo taglio inferiore ai due milioni probabilmente non conviene né al singolo emittente, né all'investitore. Quest'ultimo vedendo un'impresa disposta a spendere il 10 per cento solo per strutturare il titolo (nonostante i costi siano deducibili) potrebbe pensare che dopotutto qualcosa prima non andava. Quindi, se una piccola impresa non presenta già una certa struttura patrimoniale, nonché una buona stabilità finanziaria e

delle altrettanto buone prospettive di crescita, difficilmente riuscirà a convincere gli investitori che quel dieci per cento in realtà è “ben speso”. Questo problema di collocare cifre ridotte per imprese altrettanto piccole potrebbe essere risolto con i bond di filiera. Il bond di filiera (ad esempio gli otto minibond del consorzio Viveracqua) può inoltre aumentare l’interesse della maggior parte degli investitori di privat debt stranieri, fino ad ora maggiormente interessati a titoli di importo consistente.

- Oltre ai maggiori costi di strutturazione, vi sono anche da considerare con attenzione i tempi richiesti per riuscire a completare un’operazione del genere. Generalmente, il ricorso ai mercati finanziari comporta un allungamento dei tempi necessari alla raccolta dei capitali, rispetto ai tempi richiesti per l’erogazione di un finanziamento bancario. Per questo motivo molti decidono di iniziare le operazioni non appena sono in procinto di approvare i bilanci, in modo da non andare a pesare troppo sulla gestione ordinaria.

**II CAPITOLO - FONDI CHIUSI DI MINIBOND:
PROCESSO DI INVESTIMENTO, VALUTAZIONE E
COSTRUZIONE DI PORTAFOGLI**

2.1 I Fondi chiusi come veicolo di investimento

Dal punto di vista degli investitori i minibond rappresentano una nuova asset class potenzialmente de-correlata rispetto alle classiche esposizioni al mercato obbligazionario, caratterizzato da grosse emissioni di altrettanto grandi emittenti, o a quello azionario. Con i minibond gli investitori qualificati e istituzionali hanno la possibilità di diversificare ulteriormente i loro portafogli con tipologie di investimenti che offrono un efficiente rapporto tra rischio e rendimento. Tutto questo, però, al costo di una minore liquidità. L'investimento in un minibond dovrebbe attrarre per ora, oltre alle banche, l'interesse di investitori orientati, per cultura e *business model*, al lungo termine, quali soprattutto casse previdenziali, fondi pensione e società assicurative, per i quali uno strumento con durata almeno quinquennale può risultare coerente con i loro portafogli. Un mezzo per avvicinare tutte le tipologie di investitori professionali al mercato dei minibond è quello di istituire veicoli appositi e specializzati nel fornire strumenti e competenze adatte a ricercare le migliori opportunità d'investimento. Con questi veicoli i sottoscrittori possono acquistare portafogli di minibond diversificati, utile soprattutto a quei soggetti che non dispongono di strutture apposite atte a valutare adeguatamente la bontà di un investimento in una PMI o in una media impresa che dispongono di particolari progetti industriali a medio-lungo termine da finanziare.

I veicoli di cui si parla, maggiormente in grado di canalizzare e espandere il numero di minibond e di altri strumenti del *private debt*, sono principalmente tre: i fondi chiusi (*credit fund*) riservati a investitori qualificati e istituzionali, le società veicolo (SPV) per le cartolarizzazioni di minibond e, infine, i fondi interni costituiti dalle società assicurative. Tutte e tre queste soluzioni sono contraddistinte dal loro profilo illiquido, coerente con strategie di investimento cosiddette *buy and hold*. Queste tre diverse tipologie prevedono sostanzialmente che, a seguito della sottoscrizione dei minibond emessi, questi rimangano all'interno dei portafogli fino alla scadenza. Queste stesse tipologie di veicoli sono coerenti con l'attuale situazione del mercato secondario (illiquido). Le negoziazioni su quest'ultimo sono ancora scarse, e non consentono nella maggior parte dei casi di smobilizzare gli investimenti nei momenti di necessità, soprattutto a causa delle ridotte dimensioni medie dei titoli emessi e del conseguente ridotto numero di investitori sulle singole emissioni²⁹.

In un tale contesto è quindi presto per ritenere che i veicoli ad alta liquidità, quali i fondi aperti, possano rappresentare uno dei principali strumenti per l'investimento in obbligazioni di piccole e medie imprese. In un'auspicabile futuro, invece, a seguito dell'incremento dei soggetti attivi sull'ExtraMOT Pro, potrebbe generarsi sul secondario quella liquidità necessaria per rendere agevole l'ingresso anche ai veicoli di investimento a liquidità elevata, nonché agli investitori retail. In una fase come quella attuale di avvio del mercato, ciò che sta emergendo con maggior forza sono, invece, i fondi chiusi dedicati ai minibond, e agli strumenti del *private debt*, istituiti su iniziativa di banche, SGR e Sicav, di cui si andrà a discutere le caratteristiche.

²⁹ Generalmente quando un titolo ha le caratteristiche di un minibond: tagli minimi di offerta superiori ai 50.000/100.000 euro; e valori complessivi di offerta mediamente tra i 5 e i 15 milioni, è molto difficile che si crei sul mercato un volume di scambi tra i sottoscrittori idoneo a rendere liquidi i titoli se contemporaneamente non ci sono anche dei liquidity provider che offrono in continuo prezzi bid (denaro) e ask (lettera). Per aiutare la liquidità (riducendo il bid ask spread) e abbassare i tassi sarebbe, quindi, necessario un notevole numero di emissioni di minibond che facessero lievitare sia il numero di partecipanti al mercato sia il volume totale scambiabile.

2.1.1 I fondi chiusi di minibond

I fondi chiusi di minibond, istituiti principalmente da SGR³⁰ (società di gestione del risparmio) con almeno un milione di capitale sociale, sono fondi comuni di investimento con un numero di quote di partecipazione fisso che permettono di determinare, con un buon grado di libertà, sia gli elementi del veicolo che la strategia di investimento. Questi fondi sono riservati e rivolti ai soli investitori qualificati e istituzionali. Il soggetto che decide di investire nel fondo chiuso si impegna a versare capitali su richiesta del gestore del fondo, fino al raggiungimento della quota sottoscritta, in un determinato periodo di tempo nei momenti in cui si presentano occasioni di acquisto. Il gestore del fondo è libero di distribuire i proventi a scadenze prestabilite ma generalmente rimborsa l'intero capitale agli investitori solo al termine della sua durata. Caratteristica interessante è conseguentemente il fatto che le oscillazioni del valore di mercato delle quote del fondo non riducono il patrimonio dello stesso in quanto il loro riscatto è definito temporalmente. In ogni caso, per gli investitori del fondo, non sono poi previste limitazioni sullo scambio delle quote di partecipazione nel mercato. La strategia d'investimento del fondo è sancita nel suo regolamento e solitamente prevede limiti alle caratteristiche e alla tipologia degli strumenti in cui si può investire, limiti ai settori industriali ammessi, e limiti di concentrazione (geografica, di settore e sui singoli emittenti).

A livello generale, i fondi chiusi quando originano i minibond li sottoscrivono in via prevalente o esclusiva (cd *private placement*), ciò non toglie che possano partecipare a collocamenti pubblici di titoli portati sul mercato da terzi e acquisirne piccole quote.

Il periodo e la durata di investimento scelti dai fondi chiusi sono generalmente stabiliti in funzione sia del portafoglio di riferimento sia dei limiti alla politica di gestione, e tipicamente possono variare tra i 5 e i 10 anni. Gli stessi fondi prevedono inoltre un investimento d'ingresso minimo solitamente più elevato rispetto alle altre tipologie di fondi comuni di investimento. Nella maggior parte dei casi presenti sul mercato, sono previsti almeno 50-250 mila euro di investimento minimo³¹. Tuttavia, due fondi (quelli gestiti da BNP-Paribas e Riello investimenti) prevedono una quota minima di investimento di almeno un milione di euro.

I fondi chiusi, inoltre, possono investire in altri fondi. Quando i fondi sono costituiti al puro scopo di investire in altri fondi allora vengono definiti "fondi di fondi" (Ad es. il Fondo Italiano d'Investimento e il Fondo Europeo d'Investimento, in breve: FII e FEI). A fine gennaio 2015 il FII ha iniziato la fase di *due diligence* per investire, in dieci fondi chiusi, parte dei 250 milioni di euro stanziati³².

La governance di un fondo chiuso dedicato ai minibond è costituita dal consiglio di amministrazione e, solitamente, da un comitato (Comitato Consultivo o *Advisory Board*) con poteri consultivi e di controllo, formato da esperti nel campo della valutazione del merito creditizio e/o dai rappresentanti degli investitori. Il Cda è sostanzialmente il soggetto responsabile per quanto riguarda la strategia di investimento, la delibera degli investimenti e il monitoraggio dei risultati di portafoglio.

Qualora presente, il Comitato Consultivo, collabora con il Cda e supporta le sue decisioni, fornendo il proprio punto di vista sugli investimenti, con effetto più o meno vincolante sulla base di quanto è stato stabilito nel regolamento del fondo.

³⁰ Un solo fondo è stato per il momento istituito da una Sicav: Vesta Industrial (Fysis Sicav Sif).

³¹ Dati su analisi dei fondi gestiti da: PensPlan, Riello, Fysis, Finint, Zenit, Advam, Anthilia, BNP-Paribas, Compass AM, Futurimpresa, Pioneer, Duemme, Hedge Invest, Aletti Gestielle e Lyxor.

³² Fonte: IL SOLE 24 ORE – pagina 13, 31 gennaio 2015.

Altri soggetti fondamentali per l'attività del fondo sono anche il collocatore delle quote, solitamente banche o SIM (società di intermediazione mobiliare) e la banca depositaria, la quale custodisce la liquidità del fondo e i titoli sottoscritti.

Un elemento necessario per tutelare *ex-ante* il corretto assetto di governance del veicolo, è la presenza di un gestore del fondo indipendente rispetto agli investitori, alle società target ed agli eventuali altri attori che partecipano alle emissioni. L'indipendenza favorisce la trasparenza e la concorrenza del processo di selezione rispetto alle diverse iniziative promosse nel mercato.

Un elemento importante offerto agli investitori professionali dei fondi chiusi, soprattutto investitori qualificati e piccoli investitori istituzionali, come: banche locali, piccole società di assicurazioni e piccoli fondi pensione, è la possibilità di beneficiare di una migliore diversificazione del rischio a un minor costo (in termini di capitale impiegato). Infatti, nel caso di singole emissioni di minibond quotate (di imprese non finanziarie), l'investimento minimo richiesto per sottoscrivere il titolo ammonta mediamente a 100 mila euro (solo per sei imprese su quarantasette presenti sul mercato³³ è inferiore ai 50 mila euro, tabella 2.0). Per quanto attiene ai fondi chiusi di minibond, come già accennato, il minimo sottoscrivibile varia solitamente tra i 50.000 e i 250.000 euro. A parità di ammontare investito, quindi, vi è un rischio minore per l'investimento in fondi di debito adeguatamente diversificati.

Tabella 2.0 Lotti minimi di sottoscrizione dei minibond emessi da imprese non finanziarie quotati sull'ExtraMOT Pro (data di rilevazione: 31/12/2014).

Titoli ExtraMOT Pro	lotto minimo	Titoli ExtraMOT Pro	lotto minimo	Titoli ExtraMOT Pro	lotto minimo
Grafiche Mazzucchelli	€ 1.000	Sudcommerci	lotto unico	Rigoni di Asiago	€ 100.000
Rsm Italy	€ 1.000	Coswell	€ 100.000	S.I.G.I.T Spa	€ 100.000
TE Wind	€ 1.000	ESTRA	€ 100.000	Sea Spa	€ 100.000
Enerventi	€ 10.000	Eurotranciatrice Spa	€ 100.000	Selle Royal	€ 100.000
Milleuno	€ 20.000	Filca	€ 100.000	SIPCAM	€ 100.000
Primi Sui Motori	€ 20.000	Fri-El Biogas Holding	€ 100.000	TBS Group	€ 100.000
Bomi Italia	€ 50.000	Geodata Engineering	€ 100.000	Tesi Square	€ 100.000
Caar	€ 50.000	GRUPPO PSC	€ 100.000	Tesmec	€ 100.000
EXPRIVIA Healthcare	€ 50.000	GSI group	€ 100.000	Trevi Group	€ 100.000
GPI	€ 50.000	IMI Fabi	€ 100.000	Viveracqua (x8)	€ 100.000
Iacobucci HF Electronics	€ 50.000	INGlass	€ 100.000	OLSA	€ 100.000
JSH Group	€ 50.000	Innovatec	€ 100.000	Dedagroup	€ 100.000
Microcinema	€ 50.000	IPI	€ 100.000	Penelope	€ 100.000
TerniEnergia	€ 100.000	MEP	€ 100.000	Cogemat	€ 100.000
Alessandro rosso Group	lotto unico	Molinari Spa	€ 100.000	Corvallis Holding	€ 100.000
Enna Energia	lotto unico	MPG Plast	€ 100.000		

Note: sottolineata in giallo Viveracqua che rappresenta 8 società collegate alla stessa emissione. I **lotti unici** sono pari all'ammontare dei titoli emessi e sono di euro: 4 Mio per Alessandro Rosso, 22 Mio per Sudcommerci e di 3,2 Mio per Enna Energia. *Elaborazioni su dati ExtraMOT Pro.*

2.1.2 Elementi essenziali di un fondo chiuso

Di seguito sono elencati gli elementi essenziali di un fondo chiuso che investe in minibond e strumenti di *private debt*.

- Tipologia del veicolo: fondo mobiliare chiuso riservato ad investitori qualificati.
- Gestore: la SGR o la Sicav facenti parte di gruppi bancari di cui il fondo fa parte, oppure indipendenti.
- Investitori: categorie di investitori professionali ai quali il fondo si rivolge (tipicamente non sono previste restrizioni alle diverse tipologie di investitori).

³³ Imprese non finanziarie legate a minibond di importo non superiore a € 50 milioni.

- Taglio minimo della quota di sottoscrizione del fondo: eventualmente altre tipologie di quote con maggiori privilegi.
- Ammontare: il patrimonio target (e massimo) che il fondo desidera (o presume di) raggiungere con la sottoscrizione delle sue quote da parte degli investitori professionali.
- Rating minimo: di portafoglio e delle potenziali emittenti.
- Tipologia dell'investimento: in cui vengono elencate le tipologie di strumenti che il fondo intende acquistare (prevalentemente minibond), coerenti con le caratteristiche del veicolo.
- Durata del fondo: con l'eventuale possibilità di rinnovare la sottoscrizione delle quote a scadenza.
- Periodo di investimento: periodo/periodi entro il quale il gestore del fondo deve provvedere all'investimento in minibond.
- Periodo di sottoscrizione: periodo/periodi predeterminati per il collocamento delle quote (*closing*) e per i versamenti (richiami).
- Cedola: cadenza temporale in cui è previsto il pagamento agli investitori degli interessi (tipicamente annuale, semestrale o trimestrale).
- Rimborso del capitale: definendo eventuali periodi di rimborso anticipato a partire da un determinato anno o al verificarsi di eventuali condizioni avverse degli investimenti.
- Eventuali garanzie: proprie del fondo oppure richieste alle imprese emittenti.
- Definizione e diversificazione del portafoglio: in base ai settori in cui operano le imprese target, all'area geografica di appartenenza, alla struttura proprietaria...
- Esposizione massima del fondo verso un singolo emittente e/o settore e/o regione.
- Taglio medio e massimo del minibond in cui si desidera investire.
- Rendimento minimo: individuato in funzione ai rendimenti di mercato al momento dell'emissione e al netto delle commissioni e dei costi di gestione.
- Commissione di gestione: spettanti al gestore del fondo da parte degli investitori in base alle quote sottoscritte³⁴.
- Commissione di performance (o incentivo): spettanti al gestore del fondo da parte degli investitori in base all'eventuale overperformance del fondo rispetto a un indice finanziario (ad esempio il rendimento composto annualizzato del BTP a 6 anni)³⁵.
- Calcolo del NAV (valore netto unitario delle quote del fondo³⁶): avviene generalmente ogni mese.

³⁴ Tipicamente la commissione di gestione varia tra lo 0,80 e l'1,4 per cento nel periodo di investimento e successivamente scende di qualche punto. (Fonte: elaborazioni dati forniti dai fondi chiusi e MondoAlternative).

³⁵ Tipicamente la commissione di performance varia tra il 10 e il 15 per cento sull'overperformance.

³⁶ Il Nav viene calcolato soprattutto con metodi alternativi a quello di mercato (anche quando i minibond sono quotati).

2.1.3 Analisi dei fondi chiusi presenti sul mercato

Tabella 2.1 Elenco dei fondi chiusi dedicati ai minibond e agli strumenti del private debt

Gestore	Nome fondo	Raccolta max*	Raccolta attuale*	First Closing #	Fatturato emittente*	Rating minimo	esposizione max (1)	esposizione max (2)	N. posizioni In portafoglio	Durata In Anni
Advam Partners sgr	Advam 1 CBI	200	40	50 Mio€	10-250	BB+	10%	nessuna		7
Advam Partners sgr	Advam TAA	100	nd		10-250	BB+	10%	nessuna		7
Aletti gestielle sgr	Fondo Crescita Impresa Italia	100	nd	20-gen-15	10-250	BB	10%		20-30	7
Amundi sgr	Amundi Private Debt	250	60	1-dic-14	30-500	BB	10%			6
Amundi sgr	nd (con Sace)	350	175							
Anthilia Capital Partners	Bond Impresa Territorio	200	142	28-nov-13	10-200	BB	10%	20%	30-35	10+3
Futurimpresa Sgr	Antares AZ I	250	50	Feb 2015	10-300	Inv. grade	10%		25-30	8
Bnp Paribas I.P.	Bnp Paribas Bond Italia PMI	150	56	1-ago-14	30-150	BB+	8-10%	20%	25-40	7
Compass AM	Blue Lake Italian minibond	100	25	31-mar-14	25-250		10%	nessuna	25-50	illimitato
Duemme sgr	Fondo per le Imprese	150	104	9-mag-14	≥ 70	Inv. grade	5-10%		15-20	6+3
Emisys Capital sgr	Emisys Development	150	131	8-nov-13	10-150		13-15 Mio		10-15	10
FININT sgr	Fondo minibond PMI Italia	150	51,4	4-lug-14	30-250	BB/BB+	7%	20%	30-50	7
Fysis Sicav Sif	Vesta Industrial	100	nd	50 Mio €	30-250	Inv. grade	10%	20%	30-50	10
Hedge Invest srg	HI Crescitalia PMI Fund	250	nd	100 Mio€	7,5-250	BB+	5%	25%	50	8
Lemanik AM & Equita SIM	Equita Corporate Debt	200	nd	31-dic-14	≥ 100					4-7
Lyxor sgr	Lyxor Berica Sme Fund	500	100	3Q 14	50-200	Inv. grade	10-15%		50	7
Muzinich&Co.	Italian Private Debt	250	156	7-mar-14	50-500	B	7%	20%	20-25	7+2
PensPlan Invest sgr	Euregio	100	52,4	16-dic-13	≥ 20	BB	20%	20%	20-40	10
Pioneer investments sgr	Pioneer progetto Italia	200	35	1-Lug-14	10-150	B**	10%	20%	20-40	5+2
Riello Investimenti	Fondo Impresa Italia	150	40		30-150	Inv. grade	10%	30%	10-15	6
River Rock	Italian Hybrid Capital Fund	200	30	set 14	30-250		15%	30%	10-20	10
Tenax Capital	T. Credit Opportunity Fund	200	159,5	23-apr-12					25	5
Terra Nova - A&F	Renaissance Iniziativa Bond	nd	nd							
Ver Capital sgr	V.E. Credit Partner Italia V	200	nd	Gen-2015	20-250					
Wise sgr	Wise Private Debt	250	nd	50 Mio €	15-250		10%			7
Zenit sgr	Progetto minibond Italia	150	30	1-lug-14	5-100	B**	7%	25%	25-30	6+18m
TIKEHAU Capital	Tikehau Direct Lending III	750	nd		25-1000		20-50 Mio			
Finint / Laborfond	Fondo Strategico TAA	200	200		≥ 5					
Totale		5.850	1.637							

Note: Data elaborazione: 20 Dicembre 2014; *Dati in milioni di Euro riferiti al fatturato dell'azienda target; ** con garanzia; (1) del fondo in un singolo emittente; (2) del fondo in un singolo settore; # primo periodo di raccolta delle quote. In rosa i fondi che investono anche in strumenti alternativi. In verde i fondi che investono principalmente in tutti gli strumenti di private debt. In **grassetto** otto dei dieci fondi che si potranno aggiudicare parte dei 250 milioni di euro del FII al termine della *due diligence* compiuta da quest'ultimo. **Elaborazioni dati MondoAlternative, AIFI, ANIA, Sole 24 Ore, Convegni e Interviste telefoniche ai fondi chiusi**

Nella tabella 2.1 sono elencati i fondi chiusi presenti sul mercato dedicati principalmente all'investimento in minibond, quotati e non quotati (*private debt*), creati allo scopo di finanziare i progetti di sviluppo di imprese italiane, con l'esclusione di quelle operanti nel settore finanziario. Come si può osservare si tratta di 28 fondi (sono esclusi i fondi di fondi³⁷), con un target di raccolta massimo di circa 5,9 miliardi di euro (va considerato che tre di questi fondi³⁸ sono dedicati esclusivamente alle aziende del Trentino-Alto Adige, per 400 milioni di euro complessivi). L'ammontare sinora raccolto da diciotto di questi veicoli, invece, ammonta a poco più di 1,6 miliardi di euro³⁹. Suddividendo quest'ultimo per lo stesso numero di fondi che ha dichiarato la propria dimensione, si ottiene una raccolta media di circa 90 milioni di euro per fondo. Il calcolo tuttavia non è esaustivo. Bisogna considerare infatti che alcuni fondi sono restii a comunicare informazioni sul punto in cui si trovano o sulle caratteristiche del loro fondo (ad esempio i due fondi mancanti selezionati dal FII⁴⁰). Nel calcolo totale vengono considerati anche i fondi che, oltre alle obbligazioni e titoli similari, investono marginalmente anche in uno o più dei seguenti strumenti alternativi: cartolarizzazioni, azioni e prestiti⁴¹. Questi fondi sono quelli sottolineati in rosa nella tabella 2.1. Questi ultimi, assieme ai fondi rappresentati in verde, sono quelli che investono in tutti i tipi di minibond (inclusi quelli convertibili, partecipativi, subordinati e combinazioni di questi due) e *private placement*. I restanti fondi (quelli lasciati in bianco),

³⁷ Il Fondo Italiano di Investimento (fondo di fondi) ha stanziato 250 milioni di euro.

³⁸ Fondo strategico del Trentino A.A.; Euregio; e Advam TAA.

³⁹ I dati riferendosi a novembre non comprendono i 250 milioni messi a disposizione dal Fondo Italiano di Investimento.

⁴⁰ Fondo Dimensione Tre e Fondo di Debito per lo Sviluppo Industriale.

⁴¹ I prestiti riguardano solo i fondi esteri.

invece, preferiscono investire le loro risorse principalmente in minibond ordinari (*secured* o *unsecured*).

A metà dicembre 2014, quattordici dei fondi elencati in tabella 2.1 avevano già effettuato il primo *closing*. Per quanto riguarda il secondo *closing*, invece, le date sono dilazionate nel tempo e sono previste tra il 2015 e il 2016, tranne per tre fondi (Tenax Credit Opportunities Fund, Duemme Fondo per le Imprese e Anthilia BIT) che li hanno già raggiunti.

Si può inoltre sottolineare che alcuni gestori hanno già stabilito:

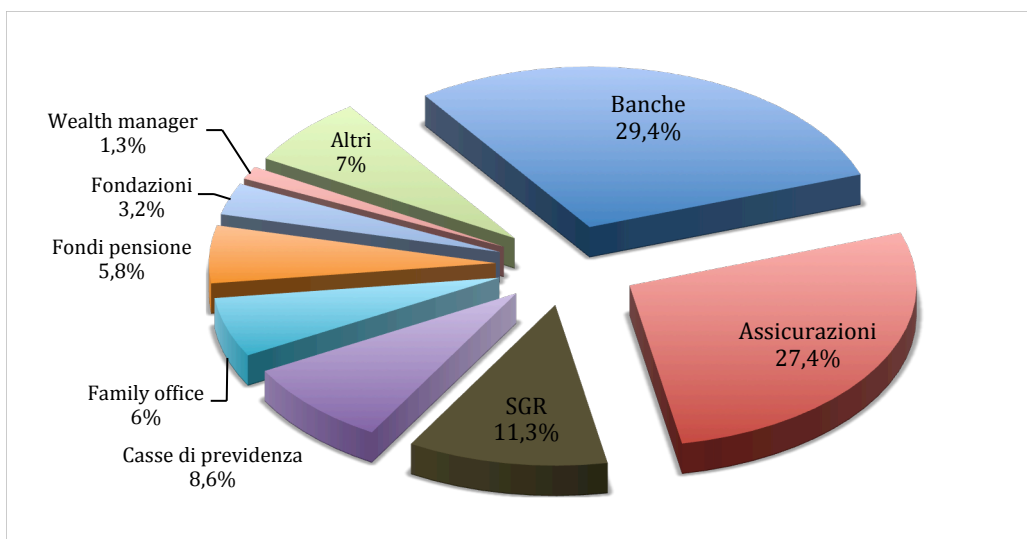
- limiti di concentrazione dei propri fondi (compresi tra il 5 e il 20% sul singolo emittente e il 10 e il 30% sul singolo settore),
- limiti sul rating minimo ammissibile, compreso tra B (con garanzia) e BB,
- limiti al numero di posizioni in portafoglio, comprese tra le 10 e le 50 posizioni (30 la media).

I titoli su cui investono principalmente questi fondi sono quelli di importo compreso tra i 2 e i 50 milioni di euro, anche se la maggior parte preferisce titoli tra i 5 e i 20 milioni. Preferiscono inoltre pagamenti semestrali delle cedole, anche se al riguardo non sono previste delle vere e proprie limitazioni. Lo stesso vale anche per la durata dei titoli, per cui sono preferiti quelli compresi tra i 5 e i 7 anni.

A fine ottobre 2014, in base alle ricerche di MondoAlternative, venti di questi veicoli avevano investito più di 230 milioni di euro in 60 operazioni (alcune riguardanti lo stesso emittente) e se ne attendevano altrettante entro la fine dell'anno.

Per quanto riguarda, invece, la tipologia di investitori che hanno sottoscritto le quote dei fondi, sempre sulla base di ricerche effettuate da MondoAlternative su tredici fondi⁴², la platea attuale è composta, per oltre la metà, da banche e assicurazioni (Grafico 2.2). Gli investitori stranieri sono, invece, ancora molto pochi.

Grafico 2.2 Principali investitori dei fondi chiusi



Note: "Altri" sono investitori qualificati.
Elaborazioni su dati MondoAlternative

⁴² Antares, Amundi, Anthilia, Blulake, BNP Pribas, Duemme, Emysis, Euregio, Finint, Zenit, Muzinich, RiverRock, Tenax

2.1.4 Strutturazione dei fondi chiusi

L'iniziativa di costituire un fondo chiuso può essere promossa da una banca, oppure su iniziativa di una SGR o di una Sicav. Nel caso l'iniziativa parta da una banca o da un gruppo bancario, questi individuano attraverso diversi strumenti, interni o esterni, un insieme di aziende con certi requisiti prestabiliti e potenzialmente interessate ad emettere minibond. Nel caso vi sia un certo interesse da parte delle aziende e degli investitori, la banca promuove la costituzione di un fondo chiuso gestito da una SGR o da una Sicav legate allo stesso gruppo bancario, con il compito di sottoscrivere i minibond, interamente o in parte, insieme ad altri potenziali investitori qualificati (ad es. i fondi gestiti da BNP Paribas, Duemme, Pioneer, FININT). I soggetti che investono nel fondo, in questo caso possono essere sia gli investitori (qualificati e istituzionali) che la banca stessa o il gruppo bancario che ha istituito il fondo. Il gruppo bancario o la banca assumono, così, il molteplice ruolo di *originator*, *Arranger* e collocatore delle emissioni⁴³, gestore del portafoglio di minibond, nonché di investitore diretto o indiretto (se ha sottoscritto delle quote nel fondo). Nel caso, invece, l'istituzione e la gestione del fondo venga promossa da una SGR, o da una società di investimento a capitale variabile (Sicav), indipendenti da enti creditizi (ad es. i fondi gestiti da: Advam, Futurimpresa, Hedge Invest, Riello, Muzinich, ecc.), le potenziali aziende emittenti sono selezionate dalla SGR stessa (o dalla Sicav), solitamente attraverso consulenti, società di intermediazione o piattaforme specializzate (ad es. Epic Sim), sempre nel rispetto di determinati requisiti quali-quantitativi. Anche in questo caso il fondo può essere costituito e proposto solamente da e presso investitori qualificati e istituzionali. I minibond vengono quindi sottoscritti dal fondo interamente o in parte. I diversi ruoli, che prima erano attribuibili al gruppo bancario, sono ora distribuiti sui molteplici soggetti coinvolti nell'iniziativa.

Rispetto ai due casi precedenti, sul mercato si individuano anche soluzioni di tipo ibrido. Rispetto al primo caso è possibile ad esempio che il fondo promosso dal gruppo bancario sia gestito da una SGR indipendente piuttosto che da una legata al gruppo stesso (ad es. il caso di BPVi-Lyxor), oppure ancora, è possibile che la SGR legata alla banca sia comunque indipendente nella scelta degli investimenti (ad es. i fondi gestiti da Amundi e Aletti). Rispetto al secondo caso, invece, è possibile che il fondo promosso dalla SGR indipendente coinvolga più banche sia nella sottoscrizione delle quote del fondo, sia nell'iniziativa delle emissioni (ad es. il caso di Anthilia e Zenit).

Quando il soggetto promotore del fondo è un istituto di credito possono sorgere alcuni punti di riflessione riguardanti potenziali conflitti di interesse. I molteplici ruoli svolti dall'ente creditizio, infatti, possono risultare potenzialmente in conflitto l'uno con l'altro. Mentre il gestore del fondo (SGR o Sicav) promosso dalla banca è responsabile per quanto riguarda la selezione degli investimenti in modo che siano il più coerente possibile in termini di rischio e rendimento, la banca promotrice, nel caso in cui abbia in essere precedenti rapporti creditizi con la potenziale azienda emittente, potrebbe avere a disposizione delle informazioni riservate sulla situazione economico-finanziaria in cui verte quest'ultima. Nel caso limite e alquanto improbabile, lo scopo della banca promotrice potrebbe essere quello di recuperare la propria esposizione attraverso i proventi raccolti dall'azienda con l'emissione obbligazionaria. Al contrario, un organismo indipendente che valuta le differenti proposte di investimento in modo autonomo può garantire, quantomeno ex-ante,

⁴³ Originator è il soggetto che individua le aziende target e gli investitori potenziali interessati al minibond. L'Arranger avvia la *due diligence*, coordina il processo di emissione obbligazionaria stabilendo i termini dell'offerta, e gestisce le relazioni con gli investitori e la Borsa.

una trasparenza maggiore. Tuttavia, tornando alla situazione precedente, se la banca promotrice con potenziali conflitti di interesse (ad es. l'emittente ha una grande posizione in scadenza nei suoi confronti) sottoscrive anch'essa una quota rilevante dell'emissione, oppure la stessa emissione è destinata esclusivamente alla realizzazione di progetti per la crescita (sanciti nel covenant: Uso dei Proventi), allora i potenziali conflitti di interesse si attenuano. Nella tabella 2.3 è riepilogata la natura dei fondi chiusi fino a qui descritti.

Tabella 2.3 Natura dei fondi chiusi

Gestore	Nome del fondo	Natura	Promotore
Advam Partners sgr /Financial Innovation	Advam 1 CBI e TAA	Indipendente	
Aletti Gestielle sgr/Unica SIM	Fondo Crescita Impresa Italia	Bancario/Indipendente	Banca Aletti
Amundi sgr	Amundi Private Debt	Bancario/Indipendente	Cariparma
Amundi sgr	nd	Bancario/Indipendente	Sace
Anthilia Capital Partners sgr	Bond Impresa Territorio	Bancario/Indipendente	Akros
Futurimpresa sgr	Antares AZ I	Indipendente	Antares e Azimut
Bnp Paribas Investment Partners	Bnp Paribas Bond Italia PMI	Bancario	BNP-Paribas
Compass Asset Management SA	Blue Lake Italian minibond	Indipendente	Patrimony1873
Duemme sgr	Fondo per le Imprese	Bancario	Banca Esperia
Emisys Capital sgr	Emisys Development	Indipendente	
FININT sgr	Fondo minibond PMI Italia	Bancario	MPS
Hedge Invest / CrescItalia	HI CrescItalia PMI Fund	Indipendente	
Laborfond	(Investimenti locali)	Indipendente	
Lemanik - Equita Sim	Equita Corporate Debt	Indipendente	
Lyxor sgr	Lyxor Berica Sme Fund	Bancario/Indipendente	BPVi
Muzinich&Co.	Italian Private Debt	Indipendente	
PensPlan Invest sgr	Euregio	Bancario	Prader Bank
Pioneer Investments AM	Pioneer progetto Italia	Bancario	Unicredit
Riello Investimenti	Fondo Impresa Italia	Indipendente	
River Rock	Italian Hybrid Capital fund	Indipendente	
Tenax Capital	Tenax Credit Opportunity	Indipendente	
Terranova/A&F	Renaissance Iniziativa Bond	Indipendente	
Ver Capital sgr	Credit Partner Italia V	Indipendente	
Fysis Fund Sicav SIF	Vesta Industrial	Indipendente	
Wise sgr	Wise Private Debt	Indipendente	
Zenit sgr	Progetto Minibond Italia	Bancario/Indipendente	Cherasco/BIM
TIKEHAU Capital	Tikehau Direct Lending III	Indipendente	
FININT sgr	Fondo Strategico del Trentino	nd	nd

Elaborazioni dati: materiale fornito dai fondi e Banca Intermobiliare

I fondi su cui ci si è concentrati nelle successive analisi sono quelli in cui anche la SGR svolge un ruolo determinante, nel processo di investimento e nel controllo delle esposizioni, nonché su quelli per cui è stato possibile raccogliere informazioni adeguate. Questi sono rappresentati nella tabella 2.4. Alcuni di essi sono già attivi sul mercato del *private debt* e/o sul mercato quotato (ExtraMOT Pro). Inoltre sono tutti orientati esclusivamente al finanziamento di piani industriali di imprese non finanziarie. Va, infine, sottolineato che per quanto riguarda il processo, successivamente verrà presentato solo il caso generale. Le eccezioni presenti in ciascun fondo non verranno menzionate.

Tabella 2.4 Fondi chiusi esaminati

Gestore	Nome fondo esaminato	Raccolta max in mio €	Raccolta attuale in mio €	ATTIVI sul Private Debt	ATTIVI sull' ExtraMOT Pro
Advam Partners sgr	Advam 1 CBI e TAA	300	40	-	-
Anthilia Capital Partners	Bond Impresa Territorio	200	142	-	SI
Futurimpresa Sgr	Antares AZ I	250	50	-	-
Bnp Paribas Investment Partners	Bnp Paribas Bond Italia PMI	150	56	-	SI
Pioneer Investments sgr	Pioneer progetto Italia	200	35	-	SI
Compass Asset Management SA	Blue Lake Italian minibond	100	25	-	SI
Duemme sgr	Fondo per le Imprese	150	104	-	SI
FININT sgr	Fondo minibond PMI Italia	150	51,4	SI	SI
Hedge Invest srg	HI CrescItalia PMI Fund	250	nd	-	-
Lyxor Asset Management	Lyxor Berica Sme Fund	500	100	-	-
PensPlan Invest sgr	Euregio	100	52,4	SI	SI
Zenit sgr	Progetto Minibond Italia	150	40	-	-
Totale		2.150	611		

Elaborazioni dati AIFI, MondoAlternative, Convegni e interviste telefoniche ai fondi chiusi.

2.2 Il processo di selezione e gestione degli investimenti

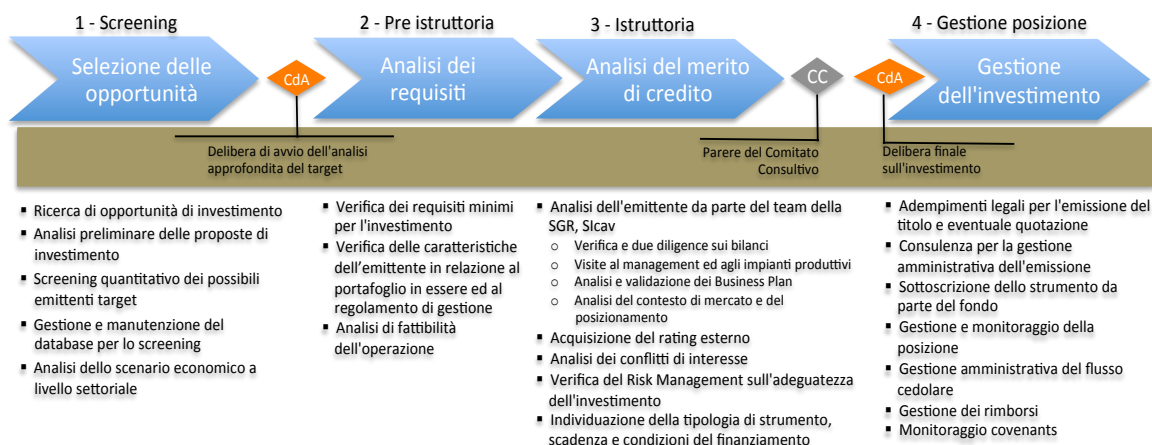
L'attività operativa del fondo, una volta raggiunto il primo *closing*, inizia con l'individuazione e la selezione degli emittenti. Questa attività può essere realizzata con approcci e soggetti diversi nel rispetto delle migliori pratiche di mercato. Le autorità di vigilanza richiedono in generale, a prescindere dalla configurazione del processo di selezione, una precisa responsabilità individuabile nella figura del Cda della SGR che gestisce il fondo. Il Cda, nel modello di governance suggerito, deve essere il soggetto responsabile della scelta degli investimenti che devono essere formalizzati sulla base di delibere documentate e trasparenti.

La selezione degli emittenti muove di solito da una fase di *screening* (di individuazione delle aziende), dove si accertano sia i requisiti minimi in capo alla società target, sia ovviamente l'interesse della target a partecipare alla iniziativa di emissioni di un minibond. Dallo *screening* si passa poi a una fase più approfondita dove le informazioni relative all'emittente sono successivamente analizzate in dettaglio. Questa è la fase della *due diligence* guidata per il tramite di riscontri oggettivi dei valori di bilancio e delle informazioni societarie, eventuali visite ai siti produttivi e sulla base di valutazioni del contesto di mercato in cui l'azienda compete.

Il processo di investimento è strutturato quindi su varie fasi riconducibili a tre momenti fondamentali:

- *screening*
- *due diligence* (fase pre-istruttoria ed istruttoria)
- gestione delle posizioni

Tabella 2.5 Schema del processo di investimento



Elaborazioni su dati forniti dai fondi

Il passaggio dallo *screening* alla fase iniziale di *due diligence* (pre-istruttoria) richiede una preliminare approvazione da parte del consiglio di amministrazione. Quest'ultimo, prima di consentire al team di gestione di procedere alla *due diligence*, valuta una serie di elementi soggettivi e oggettivi legati alla potenziale azienda target, in modo da poter eventualmente porre un fermo al processo qualora i requisiti necessari per l'emissione non risultino sufficientemente rispettati. Questo, in un certo senso, è un mezzo per evitare un inutile spreco di tempo, risorse e energie, sia per l'emittente che per il gestore del fondo. È in questo momento infatti che vengono analizzate e successivamente scartate la maggior parte

delle società individuate tra le potenziali target del fondo. Nel caso viceversa il Cda dia un giudizio positivo e consenta al team di gestione di proseguire nelle analisi e nella valutazione dell'emittente, si passa alle fasi di pre-istruttoria ed istruttoria che costituiscono due momenti contraddistinti del processo di *due diligence*. Nel caso dei minibond, la *due diligence* condotta dai fondi chiusi sulle aziende è molto più simile a quella effettuata dalle società di *private equity* piuttosto che a quella eseguita dagli istituti di credito per la concessione di finanziamenti (e questo ovviamente fa aumentare i costi per l'emittente).

Al termine della *due diligence*, si previene poi al parere del Comitato Consultivo (o *Advisory Board*), organo rappresentativo dei principali investitori del fondo, i quali esprimono un parere obbligatorio ma non vincolante in ordine alla bontà di ciascun investimento. La presenza di un Comitato Consultivo è prassi di mercato consolidata anche nel mercato del *private equity* e serve a fornire un giudizio tecnico sulle operazioni di investimenti mettendo a fattore comune professionalità specifiche legate agli investimenti in oggetto che siano espressione di realtà indipendenti e di elevato standing professionale. Il Comitato è composto solitamente da soggetti tra loro indipendenti e non legati da rapporti di azionariato, che risultano inoltre portatori di interessi diversificati al di fuori dell'iniziativa di investimento nel fondo. A tale organo partecipano, senza diritto di voto, altresì alcuni membri del team di gestione (o team di investimento) della SGR, con finalità di supporto informativo ed eventuale coordinamento amministrativo degli incontri. Dopo il controllo obbligatorio su eventuali conflitti di interessi e il parere del Comitato Consultivo e del *risk management* sull'adeguatezza dell'investimento, interviene la decisione del Cda della SGR, il quale è l'unico soggetto responsabile nella decisione finale di investimento. Una volta sottoscritta l'obbligazione si avvia la fase di monitoraggio dell'investimento da parte del team di gestione sino alla scadenza naturale dell'obbligazione.

2.2.1 La fase di *Screening*

Nella fase di *screening* il "team di gestione" del fondo, alimenta il cosiddetto *deal flow* delle iniziative di investimento attraverso relazioni e contatti con le controparti (aziende, banche e altri intermediari finanziari, manager, imprenditori, professionisti e consulenti). Effettua un primo *screening* quantitativo di possibili emittenti target costruendo un apposito database e, con il supporto di un ufficio studi, effettua l'analisi dello scenario economico a livello settoriale. Una volta selezionata un'azienda candidabile all'emissione acquisisce ed analizza la documentazione necessaria per una prima analisi della società target.

In questa fase assume molta importanza il rispetto da parte del potenziale emittente di parametri economici e patrimoniali di base, l'adeguatezza e la qualità della documentazione per la presentazione della candidatura, nonché l'appartenenza o meno a un determinato settore (escluso in ogni caso quello finanziario e immobiliare⁴⁴).

I parametri economico-patrimoniali di base determinati in sede di definizione delle strategie d'investimento del fondo devono descrivere un'impresa "in salute". Quest'ultima è definibile come una società dove i parametri di bilancio assumono valori in linea con la continuità aziendale, in altre parole, dei valori in grado di supportare un piano di impegni di pagamento collegati ad un nuovo progetto imprenditoriale. Solitamente i parametri presi a riferimento per la valutazione dell'emissione dei minibond sono rappresentati da indici di economicità, di crescita, di sostenibilità e di equilibrio finanziario. Sebbene i parametri

⁴⁴ La maggior parte di fondi chiusi non investe nemmeno nei settori non etici.

possano differire in ragione delle caratteristiche dell'emittente e dei progetti di sviluppo, nonché della tipologia dei potenziali investitori, alcuni degli indicatori tipicamente presi a riferimento sono rappresentati da:

- a) tasso di crescita dei ricavi,
- b) EBITDA margin e EBIT margin (per la capacità di generare cassa e per la redditività),
- c) EBITDA/oneri finanziari (per la capacità di copertura degli interessi),
- d) PFN/EBITDA (per la sostenibilità del debito),
- e) PFN/Equity (per la stabilità patrimoniale).

I fondi oggetto di analisi hanno stabilito dei parametri minimi piuttosto simili fra loro nell'individuazione delle possibili target. Le preferenze sui parametri quantitativi nonché su quelli qualitativi verranno sintetizzate e presentate più in dettaglio nel terzo capitolo (relativo alla ricerca su Aida delle "potenziali target").

I requisiti informativi richiesti sono quindi accertati tramite l'acquisizione di una serie di documenti e nella predisposizione di un cosiddetto *information memorandum* che orienta l'intero processo di selezione dell'emittente (dalla fase di *screening* alla delibera finale del Cda). Di seguito si possono osservare alcuni degli elementi essenziali in esso contenuti.

- Storia della società e dell'eventuale gruppo
- Struttura dell'eventuale gruppo
- Descrizione dell'attività e delle linee di business
- Area di consolidamento
- Dati anagrafici dell'emittente
- Bilanci degli ultimi tre anni
- Mercati di riferimento (per vendita e approvvigionamento)
- Struttura di governance e principali cariche societarie
- Struttura della proprietà
- Risorse umane (dipendenti e progetti di sviluppo o ridimensionamento)
- Modello di business (modello produttivo, modello distributivo, posizionamento competitivo e strategie)
- Organigramma e composizione degli organi societari
- Società incaricata per la revisione contabile
- Certificato penale e dei carichi pendenti (soci e principali cariche societarie)
- Certificazione dell'ultimo bilancio
- Elenco dei principali clienti e fornitori (ultimi due, tre anni)
- Dettagli sui progetti di rifinanziamento (obiettivi strategici, copertura finanziaria, azioni previste e tempistiche)
- Visura struttura proprietaria (soci, azionisti, ecc.)
- Attestazione possibilità di emissioni di titoli di debito (in caso di Srl)
- Visura protesti (soci e principali cariche societarie)
- Visura struttura societaria (holding, partecipazioni, ecc.)
- Condizioni indicative di emissioni (dimensione emissione, durata, cedola)

Attraverso l'analisi dei requisiti quantitativi e della documentazione iniziale il team di gestione effettua una prima valutazione dell'opportunità identificata. Al termine della fase di *screening* il team di gestione elabora una sintesi della candidatura per la presentazione al Cda con:

- breve descrizione della potenziale emittente: management, storia, struttura organizzativa, attività, assetto proprietario;

- descrizione del settore e della posizione competitiva della società target: evoluzione segmentazione del mercato, strategia competitiva e posizionamento, concorrenza;
- analisi economico finanziaria della performance storica e prospettica dell'azienda;
- descrizione dell'ipotesi di struttura dell'operazione allo studio;
- identificazione di eventuali conflitti di interessi;
- stima dei rendimenti attesi.

La sintesi della candidatura viene proposta quindi al consiglio di amministrazione il quale analizza la documentazione presentata dal responsabile del team di gestione ed autorizza, se del caso, a procedere all'analisi approfondita della società target mediante l'avvio delle fasi pre-istruttoria e istruttoria.

2.2.2 La fase di *due diligence*

Dopo la validazione formale dei requisiti si passa ad un'analisi sostanziale di quanto riportato nella documentazione di *screening*. Il team di gestione analizza ulteriori informazioni sull'azienda emittente e sul settore in cui compete anche per il mezzo di informazioni raccolte presso esperti di settore. In questa fase, definita di pre-istruttoria, il team di gestione:

- firma eventuali contratti di esclusiva e lettere d'intenti;
- analizza l'impatto che l'investimento può avere sul portafoglio del fondo;
- partecipa a incontri diretti con il management della potenziale impresa emittente e visita gli eventuali siti produttivi;
- effettua, anche con l'ausilio di consulenti esterni, la *due diligence* strategica, contabile, legale, fiscale e di business;
- analizza e coordina quanto risulta dalla *due diligence* contabile, legale, ambientale, fiscale, di business e, ove applicabile, antiriciclaggio;
- elabora una bozza della struttura dell'operazione da condividere con il potenziale emittente, individuando la tipologia di strumento finanziario oggetto di investimento, scadenza e condizioni.

La valutazione dell'azienda tiene poi conto di diversi elementi collegati al contesto di mercato e all'operatività aziendale. Se gli elementi fino a qui evidenziati sono coerenti con gli obiettivi del fondo, si procede con la fase istruttoria. È in questa fase che spesso è prevista la partecipazione di un'agenzia di rating indipendente. Il rating, in particolare, incide sulla componente del rendimento legata alle probabilità di default che determina un costo implicito per l'investitore e deve essere opportunamente tenuto in considerazione nell'identificazione del rendimento minimo richiesto per l'emissione. Il rating misura, infatti, la probabilità che l'azienda registri un default nel giro di un determinato arco temporale (solitamente un anno), ossia possa non far fronte alle proprie obbligazioni finanziarie. Una volta acquisito il rating (qualora prevista la collaborazione con una agenzia riconosciuta dall'ESMA) il gestore del fondo negozia le condizioni del prestito con l'emittente inserendo gli eventuali covenant⁴⁵, stabilendo il tasso cedolare di riferimento e concordando tutti i contenuti che dovranno poi confluire nel documento di emissione ufficiale che verrà eventualmente presentato a Borsa Italiana nel caso in cui il minibond venga quotato sull'ExtraMOT Pro.

⁴⁵ Fino ad ora le emissioni di minibond quotate sul mercato ExtraMOT Pro e sottoscritte dai Fondi chiusi presentano tutte dei covenant.

Tabella 2.6 Sintesi delle dimensioni di analisi

Contesto di mercato <ul style="list-style-type: none"> • Crescita PIL • Disoccupazione e inflazione • Tensioni su materie prime • Fase del ciclo del credito • Contesto politico • Scenario sui cambi 	Management e proprietà <ul style="list-style-type: none"> • Professionalità e esperienza • Trasparenza catena di controllo • Parti correlate • Criteri selezionati • Track record delle figure chiave • Processi decisionali e operativi 	Solidità patrimoniale <ul style="list-style-type: none"> • Debito/Patrimonio netto • Debito/tot Attivo • Debiti a breve/debiti a lungo • Posizione finanziaria netta/EBITDA • Incidenza garanzie e leasing • Contenziosi legali pendenti
Rischio industriale <ul style="list-style-type: none"> • Contesto competitivo • Stabilità della domanda • Difendibilità dei margini • Nuove tecnologie emergenti • Evoluzione filiera di produzione • Flessibilità produttiva • Flessibilità approvvigionamenti 	Qualità contabile <ul style="list-style-type: none"> • Stabilità criteri di valutazione • Valutazione intangibili • Valutazione magazzino • Ammortamenti • Imposte differite e anticipate • Impegni extra-bilancio (leasing) • Ratei, risconti e contingent liabilities 	Cashflow <ul style="list-style-type: none"> • EBITDA/Debito • Oneri finanziari/EBITDA • Flussi di cassa netti/Debito • Flussi di cassa netti/Investimenti • Quick ratio e Acid ratio • Giorni medi incasso fatture attive rispetto alle fatture attive
Dimensione emittente <ul style="list-style-type: none"> • Fatturato • Quote di mercato • Diversificazione linee di business • Diversificazione geografica • Attività non-core liquidabili • Dipendenza da fornitori • Concentrazione clientela 	Solidità del business <ul style="list-style-type: none"> • EBITDA e margini su EBITDA • ROTA, ROCE, ROE • Crescita vendite, EBIT • Margini di contribuzione • Incidenza costi fissi • Livello CAPEX 	Business Plan <ul style="list-style-type: none"> • Coerenza strategica • Profittabilità prospettica • Sostenibilità patrimoniale • Qualità dell'iniziativa • Affidabilità comunicazione periodica • Valutazione dei covenants • Analisi dinamica

Fonte: Anthilia BIT

In questa fase spesso sono attivate le funzioni di supporto da parte del gestore del fondo (*risk management, compliance e audit*) onde accertare che non vi siano elementi ostativi all'investimento in relazione alla politica di investimento dello stesso, alle regole di condotta della SGR o all'eventuale non sufficiente considerazione di tutti i potenziali conflitti di interesse emergenti dall'operazione. Una volta validati gli aspetti normativi e regolamentari il team di gestione prepara la relazione informativa riepilogativa dell'operazione da presentare al Comitato Consultivo. Quest'ultimo esamina la relazione informativa ed esprime il proprio parere non vincolante sull'investimento sulla base di una attenta validazione del percorso informativo tracciato dal team di gestione. Non è insolito che il Comitato Consultivo possa convalidare il processo di emissione richiedendo ulteriore materiale informativo in relazione all'impresa emittente o proponendo impegni più stringenti alla struttura dei covenant legati alle operazioni. Se lo ritiene necessario, il comitato può inoltre esaminare tutta la documentazione di dettaglio in possesso del gestore del fondo, relativamente all'attività di *due diligence*.

Il Comitato Consultivo ha un ruolo specifico in relazione a potenziali conflitti di interesse tra il gestore del fondo (SGR) e il potenziale emittente. In tal senso gli viene affidato il ruolo di esaminare eventuali situazione di conflitto relative all'investimento derivanti da rapporti di gruppo o con i soci, amministratori e dipendenti del gestore al fine di esprimere il proprio parere che, in tale circostanza, oltre ad essere obbligatorio, è anche vincolante per il Cda del fondo. È questa l'unica eccezione nella quale il Cda della SGR non agisce come decisore unico ed indipendente in merito all'iniziativa di investimento.

Acquisito il parere e i verbali del Comitato Consultivo sull'investimento, il Cda analizza la relazione informativa e il documento di sintesi delle condizioni di emissione, verifica l'assenza di profili di rischio non coerenti con la politica di investimento del fondo e i limiti di investimento normativi e regolamentari sulla base delle relazioni del *risk management* e delle funzioni di Compliance.

Nel caso in cui anche la fase di *due diligence* comporti un esito positivo, il Cda delibera se procedere con l'effettiva emissione del minibond sulla base della relazione informativa presentata dal team di gestione, ivi inclusi i pareri delle funzioni di controllo. In contemporanea alla delibera di emissione, il Cda può dare il mandato al responsabile designato di procedere alla predisposizione della documentazione legale per l'ammissione del titolo alla negoziazione sull'ExtraMot Pro (qualora prevista).

2.2.3 Gestione delle posizioni

La gestione delle posizioni di investimento rappresenta la fase finale e non per questo meno importante rispetto al processo di selezione, anche se la scarsa liquidità degli strumenti limita di fatto le possibilità di un rapido disinvestimento da parte del fondo. La fase di monitoraggio può essere considerata come un test di prova della bontà del processo di selezione costruito ex-ante, in quanto riscontra nei fatti tutto ciò che in sede di *due diligence* è stato ipotizzato in merito allo sviluppo del business dell'emittente.

I flussi informativi indispensabili in questa fase si articolano secondo due direttrici:

- un flusso di informazioni standard collegate al pagamento periodico delle cedole, alla redazione dei bilanci, all'eventuale scelta dell'emittente di rimborsare anticipatamente il prestito;
- un flusso di informazioni sull'andamento di gestione (trend delle vendite, trimestrale di cassa, analisi di eventuali scostamenti rispetto al *business plan*, interruzione di produzione rilevanti, verifica del rispetto delle strategie di investimento e sviluppo prospettate in fase di emissione, verifiche dalla Centrale Rischi, ecc.) determinati contestualmente alla definizione dei covenant in base al business, alle capacità organizzativa e alla dimensione dell'emittente.

Il team di gestione cerca di mettere in atto un rapporto flessibile con le aziende in cui il fondo ha investito, così da poter intervenire rapidamente e in modo preventivo nel caso in cui dovessero emergere delle situazioni di criticità. Il team procede anche a periodici monitoraggi dell'evoluzione economica e patrimoniale anche sulla base di incontri diretti con i manager e verifica il rispetto degli impegni contrattuali, soprattutto quelli legati ai covenant finanziari (quando previsti).

Nei casi in cui l'azienda superasse temporaneamente i covenant finanziari o risultasse insolvente nel pagamento delle cedole o nel rimborso del prestito, sono poi previste sanzioni contrattuali, come ad esempio i cosiddetti *step-up* sulle cedole, stabilite in sede di definizione dei covenant. Nelle situazioni più gravi di insolvenza prolungata, il Cda del fondo valuta, in accordo con l'impresa insolvente, se vi sia la possibilità di ristrutturare il debito o se vi siano gli estremi per avviare le procedure concorsuali previste dalla legge.

Su 17 delle 18 emissioni presenti a metà dicembre 2014 nel mercato ExtraMOT Pro legate ai fondi chiusi, è sempre presente la possibilità per il fondo di richiedere il rimborso anticipato delle quote⁴⁶, anche in caso di:

- mancato rispetto degli impegni (positivi e negativi) da parte dell'emittente;
- cambiamenti rilevanti nella struttura proprietaria dell'emittente (cambio di controllo);
- verificarsi di un inadempimento da parte dell'emittente ad una qualsiasi delle obbligazioni di pagamento che superano determinati importi (*cross default*);

⁴⁶ Fonte: elaborazioni su dati Documenti d'Ammissione sull'ExtraMOT Pro.

- iscrizioni di ipoteche giudiziali e trascrizioni pregiudizievoli;
- *delisting* dei titoli;
- procedimenti di esecuzione da parte dei creditori dell'emittente (ad. es. sequestro, confisca);
- liquidazione dell'emittente;
- eventi pregiudizievoli significativi le cui conseguenze possano compromettere la capacità dell'emittente di adempiere regolarmente alle proprie obbligazioni derivanti dal minibond.

La possibilità di recuperare gli interessi e i fondi prestati in caso di default prolungato dell'azienda, dipende anche dalla presenza dell'eventuale privilegio speciale sui beni mobili, o dalle eventuali coperture (o garanzie) finanziarie stipulate in sede di *due diligence* con un garante, o ancora, alla recuperabilità del debito sulla base dell'attivo di liquidazione nel rispetto della *par condicio creditorum*.

I casi di insolvenza sono fattorizzati nel calcolo del tasso interno di rendimento del fondo e rispecchiano i tassi di default storicamente registrati. Tanto maggiore sarà la qualità della selezione degli emittenti e la costruzione del portafoglio tanto minore sarà, tendenzialmente, l'incidenza dei default sull'attivo del portafoglio. Minori default si traducono in un maggior rendimento per gli investitori ed è quindi ragionevole ritenere che minori default possano giustificare un riconoscimento in termini di commissioni di incentivo (o di performance) per il team di gestione secondo gli standard tipici dell'industria dell'asset management. In alcuni casi è previsto anche un rendimento minimo per gli investitori (*hurdle rate*) al di sotto del quale nessuna commissione di performance è dovuta.

2.2.4 La collaborazione tra le agenzie di rating e i fondi

La funzione del rating esterno nel contesto della valorizzazione di minibond rimane un elemento indispensabile per rendere i minibond interessanti nel mercato dei capitali. La certificazione delle agenzie specializzate e il livello qualitativo del rating, infatti, sono stati definiti fin dall'inizio elemento fondamentale nella filiera del mercato del capitale di debito da parte dei fondi chiusi, nonostante il rating non sia obbligatoriamente previsto per questi strumenti.

Nel contesto della maggior parte dei fondi attualmente attivi (e non solo)⁴⁷, i team di gestione si sono rivolti principalmente a due agenzie (Crif e a Cerved), che assicurano due importanti requisiti: una completa copertura di informazioni relative agli emittenti e la certificazione ESMA (*European Securities and Markets Authority*)⁴⁸. L'impiego in ogni operazione di emissione di un'agenzia indipendente aiuta a garantire l'indipendenza nel giudizio sul merito creditizio rispetto al team di valutazione del fondo. Le aziende emittenti invece possono beneficiare di costi più contenuti. Ciò che aiuta a contenere i costi dovrebbe essere la possibilità per le agenzie di riuscire a sfruttare le economie di scala offerte dai fondi, che gli garantiscono un determinato numero di emittenti da valutare, pari a tutti quelli che gestiti dai fondi stessi.

Con riguardo all'operatività dei fondi, quindi, è previsto solitamente che nel processo di

⁴⁷ I fondi che prevedono una collaborazione con le agenzie di rating sono quelli gestiti da: Aletti Gestielle, BNP Paribas, Anthilia, Antares-Azimut, Zenit, Finint, PensPlan, Duemme, Hedge Invest, Fysis, Advam e Pioneer (Fonte: Alessandro Moise e Stefano Gaspari; MondoAlternative; maggio 2014).

⁴⁸ Organo di vigilanza europeo che ha il compito di assicurare un corretto e trasparente funzionamento del mercato.

strutturazione di un minibond vi sia un passaggio obbligatorio in cui una agenzia indipendente attribuisce il rating al potenziale emittente. Come si è potuto precedentemente notare, l'attribuzione del rating esterno avviene nel corso dell'attività di due diligenze del team di gestione del fondo, e rinforza (come precedentemente detto) la valutazione da parte di quest'ultimo sul merito creditizio dell'azienda emittente.

Il processo di assegnazione del rating per gli emittenti selezionati dai diversi fondi ha inizio con la richiesta formale da parte dei relativi team di gestione di un rating di tipo *unsolicited* (in contrapposizione a quello *solicited*)⁴⁹. La richiesta è fatta in nome e per conto dei fondi.

All'interno della società di rating è previsto che il responsabile dei servizi di rating verifichi l'integrità dell'impresa emittente e designi un team specifico al progetto di rating. È in tale contesto che il responsabile del team di analisi dell'agenzia può verificare i potenziali conflitti di interesse tra la stessa e l'impresa emittente. Allo stesso tempo il team di analisi controlla che l'assegnazione dell'incarico rispetti i principi di terzietà e la policy sui conflitti di interesse interni all'agenzia.

La valutazione dell'impresa da parte delle agenzie solitamente inizia con l'analisi di un file appositamente costruito in cui vengono riepilogati i valori dei bilanci storici utili ad un preliminare giudizio quantitativo sullo stato di solvibilità e salute dell'impresa. Il file è arricchito anche con la partecipazione diretta dell'impresa emittente supportata talvolta dalla stessa società che gestisce il fondo. Le informazioni che affluiscono al file sono raggruppate in tre categorie: informazioni generali, bilancio individuale e bilancio consolidato (se è disponibile). Una volta terminata la raccolta dei relativi dati, il team dell'agenzia di rating predisposto prosegue con la verifica sulla coerenza dei dati, in altre parole, controlla se vi siano dei dati con errori rilevanti di inserimento.

Approvato il contenuto dei bilanci storici e verificata la presenza di tutti i dati preliminari essenziali, il team dell'agenzia solitamente attribuisce all'azienda un primo rating automatico provvisorio (RAP). Quest'ultimo può essere usato come elemento preliminare, dal team di gestione del fondo, nel processo di valutazione dell'azienda emittente.

Una volta completata la fase di analisi dei bilanci storici si prosegue con la seconda parte del file di analisi dell'agenzia, arricchito di ulteriori informazioni. È in questa sezione che si raccolgono le informazioni sulle diverse forme di indebitamento dell'emittente e sulle informazioni più rilevanti e di dettaglio, relativamente al *business plan* dell'emittente e alle poste fuori bilancio. L'ultima serie di dati riguarda, invece, la Centrale Rischi di Banca d'Italia. Una volta completata anche la seconda parte del file, il team di analisi predisposto dall'agenzia di rating procede con le valutazioni settoriali e di posizionamento competitivo dell'impresa emittente e sottopone a *stress test* il bilancio prospettico ottenuto grazie alla proiezione del *business plan*. Ciascuna agenzia di rating perfeziona al riguardo diversi sistemi di valutazione in base a diversi contesti settoriali in cui operano le potenziali emittenti italiane.

Conclusa anche questa parte, relativa alle valutazioni dei team di analisi sugli scenari, sui settori e su *stress test*, le agenzie attribuiscono il rating esterno definitivo che viene comunicato all'azienda emittente e al team di gestione del fondo. Il rating e il giudizio in esso contenuto, qualora *unsolicited*, è riservata esclusivamente al fondo ed all'azienda emittente. Non è quindi divulgabile al di fuori di questi due soggetti.

In breve, la valutazione del merito creditizio dell'azienda emittente prende in

⁴⁹ I rating *unsolicited* sono quelli privati emessi su iniziativa di terze parti, senza quindi la necessità del coinvolgimento diretto delle aziende emittenti a fornire materiale aggiuntivo alle Agenzie di rating. I rating *solicited* sono invece promossi anche dall'azienda emittente e prevedono una partecipazione maggiore dell'azienda all'attribuzione del rating. Inoltre i rating *solicited* a differenza degli *unsolicited*, sono pubblici (Fonte: Crif e Cerved).

considerazione il settore (o i settori) di riferimento, il posizionamento competitivo e strategico, il rischio paese, e le strategie di business secondo il criterio della coerenza rispetto al posizionamento e rispetto alle informazioni che emergono dai bilanci storici e dai dati prospettici.

Una volta resi ufficiali, i rating attribuiti all'emittente sono sottoposti a un costante monitoraggio e vengono periodicamente aggiornati soprattutto in caso di variazioni significative delle componenti valutate.

Il processo per il riesame del rating può essere attivato per:

- nuovi bilanci disponibili o variazioni rilevanti intervenute riguardo ad altre informazioni;
- per modifica dei modelli, dei criteri, o dell'ipotesi principali utilizzate;
- su iniziativa dei membri del team di analisi dell'agenzia o su iniziativa delle persone che approvano il rating.

Le informazioni che permettono una rivalutazione del rating sono quelle pubbliche riconducibili a:

- notizie presenti sui giornali e mass media riguardo l'azienda emittente;
- dati di mercato qualora l'emittente sia un'impresa quotata;
- informazioni finanziarie diramate da canali ufficiali.

Oppure può trattarsi di informazioni di natura privata con riferimento a eventi relativi all'azienda emittente, come ad esempio:

- modifiche ai piani strategici aziendali;
- modifiche alla struttura del passivo;
- operazioni straordinarie;
- cambiamenti nell'assetto proprietario o nella governance.

In tutti i casi, comunque, l'analista (o gli analisti) del team di analisi, possono contattare periodicamente l'azienda valutata per ottenere aggiornamenti sull'evoluzione del business, soprattutto con riguardo agli aspetti che in fase di valutazione erano stati delineati come gli elementi chiave nell'attribuzione del rating. Il monitoraggio della gestione aziendale in caso di variazioni significative può portare ad un *credit watch* o ad un *credit action* e, eventualmente, a una modifica del rating. In tal caso l'agenzia di rating informa sia il team di gestione del fondo sia l'azienda valutata, della modifica intervenuta.

A seconda della situazione e in funzione dei covenant legati al minibond emesso dall'azienda il cui rating è oggetto della modifica, i team di gestione dei fondi, esprimono il loro parere ai rispettivi Cda e, nel caso, propongono se dar corso o meno ad azioni specifiche nei confronti dell'emittente in relazione al possibile ulteriore deterioramento del merito di credito o in relazione ad altre considerazioni specifiche del contesto. Se i problemi persistono si potrà deliberare anche se procedere o meno con l'esercizio dell'eventuale opzione put.

L'intero processo di valutazione dell'investimento è quindi rafforzato da quattro diversi meccanismi di analisi indipendenti, di seguito riportati.

- 1) L'analisi tecnica di un'agenzia di rating certificata, che dispone di un processo e di risorse strutturate e specializzate nell'attività di valutazione.
- 2) Il team di gestione del fondo, che valuta gli stessi dati messi a disposizione dell'agenzia ma effettua delle simulazioni di scenario e di valutazione competitiva in funzione di ragionamenti e ipotesi diverse rispetto a quelle del team di analisi dell'agenzia selezionata.

- 3) Il *risk management* del gestore del fondo, che sottopone ciascun processo di selezione degli investimenti ad un controllo di coerenza rispetto alle preferenze e alle linee guida del fondo, stabilite in sede di lancio del veicolo, a garanzia degli investitori ed a supporto dell'attività del Cda.
- 4) Il parere del Comitato Consultivo, che valuta ciascun progetto di investimento anche da un punto di vista di un'azienda di credito e sottopone il potenziale emittente ad analisi approfondite alla luce delle diverse tipologie di informazioni a sua disposizione riguardo allo stesso.

2.2.5 La collaborazione tra gli advisor e i fondi

L'*advisor* finanziario, quando previsto, è quella figura professionale incaricata di accompagnare l'impresa nell'iniziativa di emissione del minibond a partire dall'analisi dei requisiti di base per la presentazione del progetto di crescita industriale, fino al supporto nelle attività legate alla quotazione dello strumento ed alla sottoscrizione da parte degli investitori. L'*advisor* finanziario, il più delle volte, rappresenta un attore indispensabile nella filiera del mercato dei minibond (soprattutto quando l'azienda emittente è una PMI) in quanto orienta e gestisce il processo di comunicazione tra l'impresa emittente e l'investitore. All'*advisor* è affidato anche il compito importante di enfatizzare con adeguate azioni di comunicazione e supporto informativo, la solidità del business della potenziale emittente ed il valore del piano industriale legato all'iniziativa di emissione. La predisposizione, quindi, di una dettagliata e consistente documentazione è fondamentale per il processo di selezione, ma per le PMI può rappresentare un eccessivo sforzo in termini di energia, di tempo e talvolta anche sensibilità, non sempre alla portata di una realtà produttiva di piccole dimensioni.

Con riguardo ai fondi chiusi, l'*advisor* finanziario interagisce con il team di gestione e fornisce tutte le informazioni che le prime tre fasi del processo richiedono. Per conto del team di gestione entra nel dettaglio di eventuali tematiche ritenute critiche, in modo da contenere qualsiasi eventuale ritardo informativo identificato dallo stesso team. In questo contesto l'*advisor* finanziario è di fondamentale importanza nel supportare l'impresa nella costruzione di un *business plan* attendibile, completo, dettagliato e trasparente, in relazione ai ragionevoli obiettivi di crescita dell'impresa, pianificati nel progetto di emissione del minibond.

L'*advisor* quindi è chiamato nella fase di *screening* a effettuare principalmente:

- l'analisi della performance storica e prospettica della società, con un particolare focus anche sui primi anni della più recente crisi economica;
- analizzare ed esprimere un giudizio sulla credibilità delle assumptions usate per costruire il *business plan*, guardando ai molteplici indicatori più significativi, come: marginalità (EBIT margin e EBITDA margin), flussi di cassa, tassi di crescita (CAGR), sostenibilità degli investimenti (Capex/ammortamenti, Capex/Sales), gestione del circolante;
- attestare la validità e la coerenza tra le necessità di cassa e il piano industriale;
- verificare periodicamente il merito creditizio dell'emittente.

La costruzione e/o l'analisi di un *business plan* valido, con un orizzonte temporale di almeno tre/quattro anni, è inoltre fondamentale nel processo di strutturazione sia per agevolare la relazione con la società di rating, sia per la redazione dell'*information*

memorandum.

Secondo le preferenze dei fondi chiusi esaminati, il *business plan* ed il piano industriale ad esso collegato, costituiscono un elemento essenziale dell'iniziativa di emissione, in quanto le risorse derivanti dai collocamenti dei minibond dovranno finanziare principalmente progetti di sviluppo e crescita e solo marginalmente potranno essere destinati al rimborso di precedenti debiti in scadenza e/o a supportare la gestione del circolante. Viene appunto lasciato alle banche il compito centrale di supportare la finanza di funzionamento ordinario della società.

Nella fase istruttoria (*due diligence*), successiva a quella di *screening*, l'*Advisor* si occupa poi di gestire le successive trattative tra il fondo e il potenziale emittente nel momento della determinazione e della strutturazione del minibond (durata, importo, tasso di interesse, tipologia di rimborso...). La collaborazione e la condivisione di informazioni da parte dei due soggetti, team di gestione e *advisor*, è un momento decisivo per raggiungere la giusta combinazione di elementi necessari a rendere appetibile il minibond sia all'emittente che al mercato. Conclusa la fase istruttoria può essere previsto che l'*advisor* proceda (assieme all'eventuale *Arranger*) con una fase di marketing per individuare ulteriori investitori, oltre al fondo, potenzialmente interessati. L'*advisor*, come l'eventuale *Arranger*, ha il compito di promuovere le caratteristiche del minibond presso i potenziali investitori e sponsorizzarlo negli elementi di convenienza.

L'*advisor* finanziario, infine, è a fianco dell'impresa anche nell'ambito dell'iter legale che accompagna il processo di selezione e sottoscrizione del minibond: accordi di riservatezza, lettere di intenti, processo di quotazione. In questo particolare momento del processo il collaboratore dell'*advisor* finanziario, oltre al team di gestione del fondo, è lo studio legale predisposto (*advisor* legale). Quest'ultimo segue l'iter contrattuale del processo provvedendo a realizzare e finalizzare la documentazione tecnico legale prevista nell'iter di selezione e sottoscrizione dello strumento finanziario in comune accordo con i rappresentanti legali dell'azienda emittente.

Attualmente una delle società di *advisor* finanziari più note che collabora con alcuni fondi attivi sul mercato ExtraMot Pro è Prometeia, mentre le società di *advisor* legali più attive che assistono i fondi sono: Orrick, R&P Legal e White & Case⁵⁰.

⁵⁰ Fonte: Intervista ai fondi chiusi gestiti da BNP-Paribas, Anthilia, Finint Pioneer, PensPlan e Duemme.

2.3 I costi di strutturazione e collocamento per l'emittente

Il processo di emissione di un minibond gestito da un fondo, come si è potuto vedere, può essere relativamente lungo e articolato e possono confluire principalmente sei tipologie di soggetti oltre al gestore del fondo: l'emittente, il soggetto promotore (che non sempre coincide con il fondo), la società di rating, l'*advisor* finanziario, l'*advisor* legale e altri possibili investitori oltre al fondo. A queste figure si sommano poi altri interlocutori, quali: Borsa Italiana, Monte Titoli (quando l'emissione viene collocata sull'ExtraMOT Pro), la banca pagatrice (incaricata per il pagamento delle cedole agli investitori), il rappresentante degli obbligazionisti, il Security agent, il notaio e la società di revisione.

La partecipazione di tutti questi soggetti al processo fa lievitare i costi di strutturazione, collocamento e monitoraggio che l'emittente deve sostenere per emettere il suo minibond, rendendolo in termini assoluti meno conveniente rispetto a un normale prestito bancario di simili caratteristiche (per durate superiori ai 3 anni).

In questo paragrafo si vuole presentare una sintesi di quelle che sono le principali voci di costo che il potenziale emittente si trova a dover sostenere se intende collaborare con un fondo chiuso per l'emissione del suo minibond.

Nella tabella 2.7 vengono quindi elencate sinteticamente le principali voci di costo previste nel processo di strutturazione ed emissione dei titoli da parte dei fondi chiusi (esclusi i costi di revisione).

Tabella 2.7 *principali voci di costo per la strutturazione e l'emissione di un minibond*

Componente di costo	Descrizione	anno di emissione	anni successivi
Advisor legale	predisposizione del term sheet e adattamento alle specifiche dell'operazione	10.000-30.000 €	-
Advisor finanziario	predisposizione Business Plan	10.000-30.000 €	-
Advisor finanziario	Ricerca ulteriori investitori oltre al fondo	1-1,5% del val. nominale	
Gestore del fondo e Arranger	attività di <i>Due diligence</i> , monitoraggio e rating esterno primo anno	150.000-200.000 €	-
Arranger	Costi per il collocamento con assunzione di garanzia	1-4% del valore nominale	
Notaio	presa della delibera di emissione e di quotazione dello strumento	2.000-3.000 €	-
Borsa Italiana	listing fee per ExtraMOT Pro	500-2.500 €	-
Rating Agency	rinnovo del rating <i>solicited</i> o <i>unsolicited</i>		10.000-50.000 €
Monte Titoli	dematerializzazione del minibond	3.000 €	700-1000€
Agente di calcolo	pagamento delle cedole agli investitori	1.500 €	1.000 €

Elaborazioni dati: interviste telefoniche ai fondi chiusi.

Di seguito le voci in dettaglio.

A) Costi per l'*advisor* legale e la personalizzazione del *term sheet* contrattuale. Questa voce può comprendere:

- assistenza legale per la procedura di ammissione alla negoziazione dei minibond sull'ExtraMOT Pro (quando previsto), nonché per la redazione del Documento d'Ammissione alla negoziazione dei minibond sull' ExtraMOT Pro,
- redazione del regolamento del prestito,
- revisione dello statuto della società emittente (ove necessario),
- *closing certificate*,
- validazione del *term sheet*,
- redazione (ove necessario) del contratto di sottoscrizione dei minibond,

- redazione (ove necessario) di un contratto per il conferimento dell'incarico di banca agente relativo, tra l'altro, ai pagamenti sui minibond.

Per queste voci si stima un costo fisso iniziale (*set-up*) compreso tra i 10.000 e i 30.000 euro, a seconda che il minibond venga quotato o meno sull'ExtraMOT Pro (più caro se viene quotato).

B) Costi per l'*Advisor* finanziario. Questa componente può comprendere:

- l'accompagnamento della società nelle varie fasi del processo di strutturazione ed emissione,
- la redazione e valutazione del *business plan*,
- la redazione, assieme al gestore del fondo o all'*Arranger*, dell'*information memorandum* finalizzato all'attività di marketing e collocamento,
- l'eventuale individuazione degli ulteriori investitori oltre al fondo (quando necessario)

Anche in questo caso si stima un costo iniziale "*una tantum*" che va dai 10.000 ai 30.000 euro a seconda che l'azienda sia in grado o meno di gestire da sola alcuni compiti demandati all'*Advisor*, principalmente la realizzazione del *business plan*. Quando l'*advisor* è chiamato a ricercare ulteriori investitori oltre al fondo, alla quota fissa si aggiunge anche una quota variabile (solitamente tra l'1 e il 1,5% del valore nominale del collocato), pagata solo in caso di successo.

C) Commissioni per il gestore del fondo e per l'*Arranger* (quando previsto). In questo caso il costo serve a coprire tutte le spese del processo di investimento sostenute dal gestore del fondo e dell'*Arranger*, riassumibili in:

- attività di *pre-screening* (o *scouting*),
- attività di *screening*,
- attività *due diligence*,
- monitoraggio,
- eventuali commissioni di collocamento presso più investitori.

A queste componenti i gestori dei fondi aggiungono anche i costi per l'attribuzione del rating esterno (limitatamente al primo anno). Nei casi esaminati, come si è detto precedentemente, la collaborazione di una agenzia di rating è sempre prevista.

La somma dei costi fissi da riconoscere al gestore e all'*Arranger* non scendono quindi al di sotto dei 150.000/200.000 euro (il 10 per cento circa riguardano il costo del rating *unsolicited*). La variabilità dei costi sopra descritti, dipende soprattutto dalla qualità dei documenti messi a disposizione del fondo da parte dall'emittente e dalle capacità di quest'ultimo di rispettare i tempi del processo. Ai costi fissi vanno aggiunti gli eventuali costi variabili per la ricerca di ulteriori investitori (come nel caso dell'*advisor*). Inoltre, se è previsto il collocamento con assunzione a garanzia da parte dell'*Arranger*, bisogna aggiungere ai costi una parte variabile compresa tra l'1 e il 4% del valore nominale di emissione (a seconda dell'ammontare emesso e del rating).

D) Costi per l'agenzia di rating. Questa voce corrisponde ai costi dovuti direttamente all'agenzia per il rinnovo del rating esterno negli anni successivi a quello di emissione. Il costo del rinnovo, varia principalmente in funzione del fatto che si tratti di un rating *unsolicited* o *solicited*. Il costo del rinnovo varia da agenzia a agenzia. Una agenzia prevede un costo di rinnovo uguale a quello di prima attribuzione, l'altra, invece, un costo che

diminuisce del 20-40% negli anni successivi al primo. In ogni caso il costo varia tra i 10.000 e i 50.000 euro⁵¹.

E) Il costo per l'eventuale collocamento sull'ExtraMOT PRO. Questa componente viene pagata dall'emittente direttamente a Borsa Italiana. Al riguardo è previsto un corrispettivo unico di quotazione pari a 500 euro per strumenti finanziari già quotati in altro mercato o MTF, oppure un corrispettivo unico di quotazione di 2.500 euro per ogni nuova emissione, indipendentemente dalla durata del titolo⁵².

F) Costi notarili. Questa voce riguarda soprattutto le spese per la presa della delibera di emissione e eventuale quotazione dello strumento. È prevista una commissione fissa che varia tra i 2000 e i 3000 euro a seconda che lo strumento venga quotato o meno.

G) Costi di *computershare* per la dematerializzazione dei minibond presso Monte Titoli e la tenuta del libro degli obbligazionisti. Il costo varia a seconda della dimensione del minibond e dal numero di sottoscrittori. Generalmente per un minibond da € 5 milioni è previsto un costo di 3000 euro il primo anno e cifre variabili tra i 700 e i 1000 euro negli anni successivi.

H) Costi per l'agente di calcolo. Questa componente riguarda le commissioni riconosciute alla banca incaricata di calcolare le cedole e di corrisponderle agli investitori. Generalmente è prevista una commissione di 1500 euro il primo anno e di 1000 euro ogni anno successivo.

Prendendo a riferimento una emissione interamente sottoscritta da un unico fondo e sommando le diverse voci fino a qui elencate, l'emittente può arrivare a dover sostenere (senza considerare i costi variabili e i costi successivi al primo anno) non meno di 200-250 mila euro, indipendentemente dalla dimensione del titolo. Per coloro che non intendono rivolgersi a dei fondi chiusi o a un *Arranger* per collocare i loro titoli, probabilmente possono spendere anche meno, ma se non si tratta di aziende con degli ottimi progetti, operanti in settori strategici, con dei buoni indici patrimoniali e reddituali, e gestite da ottimi manager, difficilmente riusciranno a collocare quanto desiderato.

Si evidenzia infine che i principi contabili italiani e internazionali (OIC 24 e IAS/IFRS) prevedono che le spese di emissione di un prestito obbligazionario ossia gli oneri accessori sostenuti dalla società emittente includenti le spese legali, le commissioni dovute alle banche collocatrici e le spese di altra natura possono essere differiti e conseguentemente ammortizzati sulla base della durata del prestito. Per contro, come già fatto presente nell'introduzione, il Decreto Sviluppo ha permesso la loro totale deducibilità fin dal primo esercizio secondo il principio di imputazione per cassa.

2.3.1 I casi concreti di alcuni minibond presenti sull'ExtraMOT Pro.

In un ambiente in cui sono molto diffusi accordi di non divulgazione tra l'emittente e i diversi soggetti che collaborano all'emissione dei titoli, è difficile raccogliere informazioni concrete riguardo ai costi diretti sostenuti dagli emittenti (soprattutto quelli assistiti da fondi chiusi) riguardo alla strutturazione e al successivo collocamento dei loro titoli. Solo con l'aiuto di alcuni direttori finanziari di otto società emittenti (Jsh group, Filca, Selle Royal, GSI group, Corvallis, Coswell, Dedagroup e INglass), è stato possibile stimare quanto può

⁵¹ Fonte: Crif e Cerved.

⁵² Fonte: Borsa Italiana

arrivare a costare nella realtà dei fatti, strutturare e emettere un minibond sul mercato quotato.

Tabella 2.8 Costi sostenuti da 8 emittenti di minibond presenti nel mercato ExtraMOT Pro

Titoli ExtraMOT Pro	Rating	Strutturatore minibond	Advisor	Tipo di Collocamento	Ammontare costi in €	Valore emesso in €	Valore collocato (Outstanding) €	Costi / Outstanding
Coswell	B1.1	BPVi	Equita Sim	Pubblico	900.000	15.000.000	15.000.000	6,00%
Dedagroup	B1.1	BPVi	-	Pubblico	400.000	10.000.000	10.000.000	4,00%
Corvallis	A3.1	BPVi	-	Pubblico	400.000	8.000.000	8.000.000	5,00%
Filca	BBB+	Akros	ADB-BIM	Pubblico	368.000	20.000.000	16.000.000	2,30%
GSI Group	B1.1	BPVi	La Merchant	Pubblico	400.000	5.400.000	5.400.000	7,41%
INglass*	<i>Unsolicited</i>	BNP Paribas	BNL-BNP	Private	250.000	8.000.000	8.000.000	3,13%
JSH Group	B	Unipol	Unipol-ADB	Pubblico	150.000	4.950.000	1.800.000	8,33%
Selle Royal*	<i>Unsolicited</i>	Duemme	-	Private	250.000	10.000.000	10.000.000	2,50%

*Gestiti da fondi chiusi. *Elaborazioni su dati ExtraMOT Pro e dati forniti dagli stessi emittenti.*

Per alcuni degli emittenti rappresentati in tabella 2.8, soprattutto i più piccoli (JSH, Filca e GSI), se si considerano anche tutti i costi non espliciti di lavoro straordinario, al fine di predisporre tutta la documentazione, negoziare con i diversi interlocutori, ovvero per l'attività aggiuntiva che hanno dovuto fare per la reportistica di supporto alla società di rating, il costo risulterebbe maggiorato del 30%.

I casi di GSI, Coswell, Dedagroup e Corvallis sono gli unici che comprendono costi di collocamento con assunzione di garanzia da parte dell'*Arranger*. Tutti e quattro si sono rivolti allo stesso *Arranger/Originator/Lead Manager* (BPVi) e tre hanno speso più o meno la stessa cifra in valore assoluto.

Con riguardo, infine, ai soli due casi gestiti e interamente sottoscritti da fondi chiusi (Selle Royal e Inglass) si può notare in effetti che hanno speso molto meno (almeno 150 mila euro in meno) rispetto a chi si è rivolto a BPVi per ottenere lo stesso risultato (collocare l'importo emesso). Il motivo è dovuto soprattutto al fatto che le due società che si sono rivolte ai fondi non hanno dovuto sostenere commissioni di collocamento e non hanno dovuto pagare per un rating pubblico (o *solicited*) che può arrivare a costare anche più del doppio rispetto a quello privato (o *unsolicited*).

2.4 Valorizzazione dei minibond

La valorizzazione dei minibond, aspetto fondamentale per le imprese che intendono approcciarsi allo strumento, può essere letta in termini di:

- determinazione del tasso di rendimento minimo di emissione richiesto dal fondo/investitore;
- valutazione del titolo successivamente alla data di emissione.

La metodologia utilizzata in relazione al primo punto è utile a quantificare alle imprese il costo di accesso ad un canale di finanziamento complementare al debito bancario. Il secondo punto è rilevante per l'investitore, che vuole monitorare il risultato dell'investimento nel periodo tra la sottoscrizione e la scadenza dello strumento.

2.4.1 Il Rendimento all'emissione

Il modello utilizzato solitamente per la determinazione del rendimento minimo richiesto al momento dell'emissione (cosiddetto *yield to maturity*), si basa fondamentalmente sul modello di costruzione per elementi addizionali. Questi ultimi devono rappresentare i diversi rischi o oneri che devono essere remunerati o coperti.

Il rischio di tasso è il primo elemento che viene considerato nel caso dei minibond. Questi ultimi infatti, essendo obbligazioni, sono esposti alle oscillazioni dei tassi di mercato. Trattandosi inoltre di titoli emessi da aziende italiane, per i minibond è giusto considerare anche il rischio paese aggiuntivo, collegato all'evoluzione e alle aspettative della congiuntura economica nazionale. Questi due rischi (tasso e paese) sono incorporati nella curva dei rendimenti (*yield to maturity*) dei titoli di Stato italiani sulle diverse scadenze. Se questi ultimi superano certe soglie alcuni fondi prevedono nella lettera di intenti l'eventuale sospensione (o decadenza) dalla procedura di emissione.

Il secondo elemento fondamentale per cui gli investitori richiedono una remunerazione è il rischio di insolvenza, o rischio di default. Questa componente serve a remunerare le perdite attese in conto capitale di un'esposizione creditizia nei confronti di una impresa e si ottiene associando tra loro tre elementi.

- La frequenza attesa di default (*Probability of Default* o PD), che varia a seconda del rating dell'azienda emittente.
- La perdita attesa in caso di default (*Loss Given Default* o LGD), che varia a seconda del grado di subordinazione del titolo emesso (attualmente prevalgono comunque obbligazioni ordinarie).
- L'esposizione attesa al momento del default (*Exposure at default* o EAD), che varia a seconda del piano di rimborso del minibond.

La connessa probabilità di default legata al rischio di insolvenza, può riguardare solo i cosiddetti default pubblici, cioè quelli rilevabili da informazioni pubbliche che sanciscono l'insolvenza dell'impresa (ad esempio procedure concorsuali o informazioni pubbliche sui crediti inadempiti). In alternativa a questi ultimi, possono essere considerati anche i cosiddetti "*credit event*", identificati nel linguaggio bancario con lo stato amministrativo di incaglio (situazione di insolvenza obiettiva e temporanea) o sofferenza (stato di insolvenza conclamata) del credito nei confronti di una singola controparte bancaria e dell'intero sistema. In questo caso però le probabilità di accadimento sono decisamente più elevate.

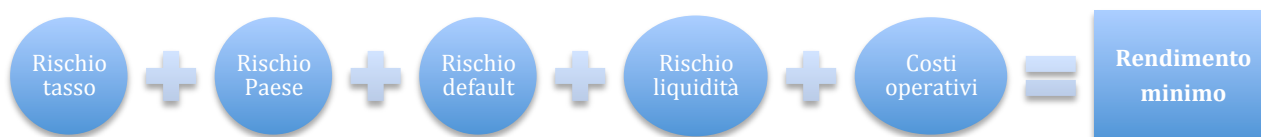
In base alla definizione di default usata è possibile stimare una coerente *Loss Given Default*, tipicamente invariante per le diverse classi di rating. Poi per i minibond che prevedono un rimborso di tipo *Bullet*, l'*Exposure at Default* è pari al 100 per cento, mentre nel caso si scelga la modalità *Amortizing* il valore è minore (per cui anche il relativo premio sul rendimento). Le PD e le LGD adottate possono essere stimate in base a dati storici: in tal caso è fondamentale che il campione usato per l'analisi sia il più rappresentativo possibile della tipologia di imprese (diverse per dimensione di fatturato) in cui si vuole investire. Quindi, date le caratteristiche dell'emissione in termini di subordinazione e rimborso di capitale, il parametro di riferimento che incorpora il rischio default è dato dalla curva delle perdite attese per diversi livelli di rating. Anche in questo caso, alcuni fondi possono prevedere delle cause di sospensione o decadenza dal processo di emissione del minibond se non viene raggiunto un determinato livello minimo di rating atteso.

Il rischio di liquidità è l'ultimo per cui l'investitore richiede una remunerazione. Questo è il rischio di non poter rivendere e monetizzare il minibond fino a scadenza, se non nel caso in cui si è disposti a subire un forte sconto sul prezzo di vendita a causa soprattutto della mancanza di un liquidity provider obbligatorio, del basso valore unitario dei titoli e del ridotto numero di investitori sul singolo collocamento. Questa componente addizionale del rischio è difficile da stimare per il fatto che non sono ancora disponibili sufficienti dati di mercato o dati storici su cui basarsi. Il metodo usato attualmente dagli investitori è quello di predisporre una stima in base ai diversi livelli di rating delle aziende emittenti, ed eventualmente in base alle differenti scadenze dei minibond. I fondi riferiscono che, per aziende *investment grade* che intendono emettere un titolo a 5 anni, questa componente può arrivare a pesare tra i 100 e i 150 bps del tasso cedolare sui titoli⁵³.

L'investitore, infine, richiede che il tasso di rendimento garantisca la copertura di tutti costi di gestione legati al fondo, determinati in base alle caratteristiche dello stesso (consulenze varie, struttura di selezione...).

Date quindi le caratteristiche dei minibond, in termini di *maturity*, modalità di rimborso del capitale, tipologia (prevalentemente minibond *senior*) ed il rating associato all'azienda emittente, è possibile stimare le diverse componenti descritte, la cui somma permette di individuare il rendimento minimo richiesto dal fondo per sottoscrivere i minibond.

Tabella 2.9 Schema di costruzione del rendimento minimo di un minibond sottoscritto da un fondo chiuso



Elaborazione dell'autore

Il tasso cedolare effettivo di un minibond sarà poi anche il risultato finale di una negoziazione tra l'emittente e il fondo, riguardo alla tipologia del tasso (fisso o variabile), alla presenza di covenant più o meno stringenti, alla presenza di eventuali diritti di opzione (*callable* e *putable*) collegati alle emissioni e eventuali garanzie (reali, cessioni di crediti in garanzia, fidejussioni, garanzie autonome a richiesta, etc). Nel caso ad esempio in cui il minibond presenti covenant stringenti sulla operatività dell'emittente, garanzie infragruppo e l'opzione di rimborso anticipato a favore del sottoscrittore, il tasso cedolare finale

⁵³ Fonte: interviste telefoniche a: Duemme Sgr, Anthilia Capital Partner e Compass AM.

applicato sul minibond dovrà essere sensibilmente inferiore. Nel caso opposto in cui non ci siano covenant (oppure siano poco stringenti), non ci siano garanzie infragruppo e/o non ci sia l'opzione Put ma l'opzione Call, il rendimento richiesto dal potenziale sottoscrittore sarà più elevato, potendo rendere il minibond meno appetibile agli investitori.

2.4.2 Valutazione dei minibond post-emissione

La valutazione dei minibond in portafoglio in un qualunque momento successivo alla sottoscrizione rappresenta una tematica complessa. Nel caso si trattasse di titoli quotati si potrebbe fare affidamento al prezzo registrato sul listino, tuttavia le contrattazioni in minibond sono ancora troppo rarefatte per poter essere prese a riferimento. Attualmente purtroppo, come più volte detto, il mercato secondario di un singolo minibond non presenta le caratteristiche di dimensione e liquidità tali da considerarlo una fonte attendibile di valutazione. Occorre quindi affidarsi a modelli che, utilizzando diversi input provenienti da mercati più liquidi, possa fornire una stima "ragionevole" del prezzo equo.

Seguendo un consolidato approccio condiviso tra i gestori di portafogli obbligazionari, il valore di uno strumento di debito può essere calcolato come valore dei flussi di cassa futuri attualizzati secondo una opportuna curva di tassi di sconto. I tassi di attualizzazione devono riflettere tutti i rischi impliciti a cui l'investitore è esposto (ad. Es: rischio di mercato, rischio paese, rischio dimensionale, rischio default, rischio liquidità e rischio concentrazione).

Prendendo in considerazione il caso semplice di un'obbligazione senza opzioni implicite, per prima cosa è necessario determinare i flussi di cassa futuri per importo e per data di pagamento, effettuando eventualmente delle stime. Se infatti le cedole sono legate a tassi di mercato occorre stimarne il valore futuro sulla base dei tassi forward. Ciascun flusso è poi attualizzato al corrispondente tasso per scadenza ricavato da una curva composta da tre elementi:

- Curva dei tassi governativi italiani ricavata dalle quotazioni di BOT e BTP, che rappresenta il rischio di tasso ed il rischio Paese;
- *Spread* per il rischio default, corrispondente alla probabilità di default in base al rating dell'emittente ed alla scadenza di riferimento;
- *Spread* per il rischio liquidità e per il rischio specifico dell'emittente, quest'ultimo legato alle caratteristiche specifiche dell'emissione, sia in termini di solidità del business dell'emittente che di struttura dei covenant.

La curva dei tassi governativi può essere ulteriormente scomposta come somma della curva dei tassi interbancari (considerati *risk free*) ricavata dalla quotazione di EURIBOR, relativi contratti *forward* e *swap*, e uno spread per il rischio paese, identificato come il differenziale di tasso tra i rendimenti governativi italiani e i rendimenti della curva EURIBOR per le diverse scadenze. La somma dei flussi attualizzati rappresenta il valore dei minibond.

Alla data di emissione il modello di pricing è calibrato sul prezzo di emissione. Data la curva dei tassi governativi italiani e lo spread per il rischio *default*, si calcola lo spread implicito (rischio liquidità e rischio specifico delle emissioni) in modo tale che la somma dei flussi attualizzati sia pari al prezzo di emissione. Successivamente, in ogni data di valutazione, la curva incorpora l'evoluzione dei tassi di mercato e l'eventuale aggiornamento del rating dell'emittente, mentre rimane costante la componente di spread legata al rischio di liquidità ed al rischio specifico dell'emissione (a meno di variazioni

significative sui volumi del mercato secondario o modifiche sostanziali nel business dell'emittente atte a modificare i rischi della componente specifica).

2.4.3 Analisi dell'influenza del rating sui tassi di rendimento

Tabella 2.10 Elenco dei minibond con rating pubblico (o unsolicited tra BB+ e BBB-) presenti sul mercato ExtraMOT Pro al 31/12/14

Minibond	Fatturato Mio €	Data emissione	Coupon	Rating di emissione	investitori	Opzioni	Rimborso	covenant finanziari	covenant non fin.	Emesso migliaia	Collocato migliaia	Maturity	settore	Originator/Strutturatore
Trevi Group	1276	28/07/14	5,250%	A2.1	Multipli	Put	Bullet	Si	Si	€ 50.000	€ 50.000	5	Costruzioni	BPVi
Tesmec	114	10/04/14	6,000%	A2.2	Multipli	Put	Bullet	Si	Si	€ 15.000	€ 15.000	7	Costruzioni	BPVi
Rigoni Asiago	71	18/07/14	6,250%	A3.1	Multipli	Put	Bullet	Si	Si	€ 7.000	€ 7.000	5	Alimentare	BPVi
OLSA	134	18/12/14	4,750%	A3.1	Singolo	Call/Put	Bullet	Si	Si	€ 10.000	€ 10.000	5	Manifattura	Dueemme
Corvallis	110	31/12/14	6,250%	A3.1	Multipli	Call/Put	Bullet	Si	Si	€ 8.000	€ 8.000	5	ICT	BPVi
Filca	18	30/09/13	6,000%	BBB+	Multipli		Amortiz.			€ 20.000	€ 16.000	6	Costruzioni	BPM-Akros
ESTRA	711	14/07/14	5,000%	B1.1	Multipli	Put	Bullet	Si	Si	€ 50.000	€ 50.000	5	Utilities	BPVi
Coswell	90	21/07/14	6,800%	B1.1	Multipli	Put	Bullet	Si	Si	€ 15.000	€ 15.000	5	Wholesale	BPVi
GSI group	64	06/08/14	6,750%	B1.1	Multipli	Put	Bullet	Si	Si	€ 5.400	€ 5.400	5	Industrial	BPVi
SIPCAM	250	30/09/14	6,500%	B1.1	Multipli	Put	Bullet	Si	Si	€ 15.000	€ 15.000	5	Industrial	BPVi
TBS Group	217	31/10/14	6,500%	B1.1	Multipli	Call/Put	Bullet	Si	Si	€ 15.000	€ 15.000	5	ICT	BPVi
Dedagroup	192	22/12/14	6,350%	B1.2	Multipli	Call/Put	Bullet	Si	Si	€ 10.000	€ 10.000	5	ICT	BPVi
GRUPPO PSC	43	14/08/14	6,000%	BB+/BBB-	Singolo	Call/Put	Amortiz.		Si	€ 5.000	€ 5.000	5	Costruzioni	FININT
Eurotranciatura	223	14/08/14	5,000%	BB+/BBB-	Singolo	Put	Amortiz.		Si	€ 5.000	€ 5.000	5	Industrial	FININT
MEP	37	08/10/14	5,750%	BB+/BBB-	Singolo	Call/Put	Amortiz.		Si	€ 5.000	€ 5.000	5	Industrial	FININT
Molinari Spa	160	06/10/14	6,100%	BB+/BBB-	Singolo	Put	Amortiz.		Si	€ 5.000	€ 5.000	5	Vending	FININT
Sea Spa	15	30/05/14	6,000%	BB+	Singolo	Put	Amortiz.	Si	Si	€ 3.000	€ 3.000	5	Utilities	PenSPlan
Iacobucci HF	26	20/12/13	8,125%	BB+	Multipli	Call	Amortiz.			€ 4.950	€ 4.950	4	Manifattura	IntegraeSIM
Innovatec	79	21/10/14	8,125%	BB-	Multipli	Call/Put	Amortiz.	Si	Si	€ 15.000	€ 10.000	6	Services	JCI Capital
JSH Group	23	31/01/14	7,500%	B	Multipli		Amortiz.			€ 4.950	€ 1.800	5	Leisure	Unipol-ADB
Rating Equivalent	Cerved	A1.1	A1.2	A1.3	A2.1	A2.2	A3.1	B1.1	B1.2	B2.1	B2.2	C1.1		
	Crif	AAA	AA+/AA	AA-	A+	A	A-	BBB+/BBB	BBB-	BB+/BB	BB-	B+/B		

Note: in arancione i minibond sottoscritti da fondi chiusi, in blu i gestori dei fondi chiusi. In rosa i rating *sub-investment grade*. In viola i rating *unsolicited* compresi tra BB+ e BBB-. Il rating di Innovatec fa riferimento alla capogruppo Kinexia. Tutti i minibond sono senior *unsecured*. Filca ha collocato la prima volta 9 milioni, dopo un anno circa altri 7 milioni. *Elaborazioni dati Cerved, Crif, Documenti d'Ammissione, ExtraMOT Pro, FININT per rating unsolicited e interviste dirette a emittenti e Originator*

Osservando il mercato quotato ExtraMOT Pro emergono alcune interessanti osservazioni sul tasso di rendimento dei minibond in relazione al rating.

Analizzando i minibond senza garanzie, con covenant stringenti, con rating pubblico (o più o meno noto), collocati per l'importo emesso e compatibili con le preferenze dei fondi chiusi (obbligazioni ordinarie, di importo inferiore a € 50 milioni, di imprese non finanziarie e destinati al finanziamento di piani industriali di crescita), emergono:

- sia rilevanti differenze nei tassi cedolari a parità di rating;
- sia rilevanti differenze nei rating a parità di tasso cedolare.

Guardando la tabella 2.10, l'esempio più eclatante per il primo caso (tassi cedolari diversi e rating uguali), è il confronto tra i minibond di OLSA e Corvallis (entrambe tra i primi operatori del loro mercato di riferimento). Pur essendo quotati a distanza di pochi giorni uno dall'altro e pur avendo le stesse caratteristiche sui minibond (opzioni Put, durata, ammontare emesso, tipologia di rimborso del capitale), la differenza dei loro tassi cedolari è di ben 150 bps.

L'esempio più eclatante per il secondo caso (rating diversi ma tassi cedolari uguali), invece, è il confronto tra il minibond di SEA (piccola società attiva nel settore smaltimento rifiuti) e quello di Tesmec (media impresa attiva in diversi settori della meccanica e delle costruzioni che opera in tutto il mondo e quotata all'MTA). Entrambi pagano lo stesso tasso cedolare

ma Sea, nonostante sia *Amortizing*, possiede un rating che si colloca ben 4 classi al di sotto di Tesmec (nella zona *sub-investment grade*).

I motivi delle grosse differenze per entrambi i casi (dalla tabella se ne possono fare altri) si suppone siano dovuti alla diversa natura delle operazioni nonché ai diversi soggetti che le hanno generate e “strutturate”. SEA e OLSA sono, infatti, gli unici minibond presenti nel campione che sono stati originati, strutturati e interamente sottoscritti per conto di due distinti fondi chiusi (con l’ausilio di due diverse agenzie di rating). Gli altri due casi (Tesmec e Corvallis), invece, sono collocamenti al pubblico con assunzione a garanzia da parte di Banca Popolare di Vicenza (*Arranger*) che si affida principalmente a Cerved per la valutazione del merito di credito⁵⁴. I fondi chiusi, entrando più a stretto contatto con l’emittente per concedere il finanziamento, riescono infatti a ridurre le asimmetrie informative e a contenere il fenomeno di selezione avversa in maggior misura rispetto a un investitore esterno non necessariamente competente in materia di corporate finance (ad esempio, società assicurative o fondi pensione). Quest’ultimo affidandosi principalmente ai dati contenuti nel rating e all’eventuale *roadshow* di presentazione del piano industriale, richiederà conseguentemente un tasso di rendimento più elevato rispetto a quello richiesto dal fondo chiuso “strutturatore” (specializzato nel segmento corporate e maggiormente in contatto con l’impresa).

Anche nel caso di minibond non legati ai fondi, il rating può comunque giocare un ruolo marginale rispetto al tasso di rendimento richiesto dagli investitori. Sul mercato si trovano infatti casi molto simili a quelli appena citati (cedole molto differenti a parità di rating e rating differenti a parità di cedole). Con riguardo al primo caso, pur essendo di importi differenti, il più rilevante è la differenza di 180 bps tra il minibond di Coswell (tra i primi operatori del mercato dei prodotti da bagno in Italia) e quello di ESTRA (multiutilities toscana).

Con riguardo al secondo caso, il più rilevante è la differenza di tre classi di rating tra il minibond di Trevi (conglomerato industriale attivo in tutto il mondo e tra i primi operatori in Italia) e quello di ESTRA (minibond identici nelle caratteristiche). Quindi, quando si tratta di collocamenti presso il pubblico il rating esterno non sempre gioca un ruolo fondamentale nell’assegnazione del tasso di rendimento finale richiesto dagli investitori (almeno per quanto riguarda i titoli *investment grade*). Il motivo di queste ulteriori differenze può risiedere anche nel fatto che, il rating magari fa riferimento a dati troppo vecchi rispetto alla data di emissione del titolo, per cui gli investitori non lo ritengono abbastanza affidabile, oppure l’emittente compete in un mercato molto attrattivo (come può essere il settore delle multiutilities), per cui il rating assume un ruolo meno importante agli occhi dell’investitore (a parità di altre condizioni).

Per quanto riguarda i rendimenti minimi richiesti dagli investitori (derivanti dai modelli), questi dovrebbero potersi osservare tra i minibond che, nonostante i diversi periodi di offerta, siano stati sottoscritti solamente per una piccola parte dell’intero importo emesso. In quanto, presumibilmente, il loro tasso di rendimento è stato determinato più sulla base dei modelli e delle preferenze dell’emittente che sulla base di quelle degli investitori (dando origine a un disallineamento, tra le controparti, nelle preferenze su rischio, importo e durata del finanziamento). Un caso ad esempio è il minibond di JSH Group che pur avendo rating di classe B paga 62 bps in meno rispetto al minibond interamente sottoscritto di Iacobucci

⁵⁴ I fondi chiusi invece, come si è potuto vedere precedentemente, hanno più organi incaricati alla valutazione del merito di credito dell’emittente e, quindi, alla determinazione del tasso di rendimento.

HF che ha rating pari a BB+ (il fatto che Iacobucci abbia l'opzione Call non giustifica la differenza).

Riassumendo, coloro che si rivolgono ai fondi chiusi per emettere un minibond destinato a finanziare progetti di crescita hanno maggiori possibilità di ottenere l'importo richiesto a un tasso cedolare più basso rispetto al caso in cui volessero raggiungere lo stesso obiettivo procedendo con il collocamento presso il pubblico (con assunzione di garanzia da parte dell'*Arranger*). Infatti, il gestore del fondo che è competente in materia di corporate finance, entrando più a stretto contatto con l'emittente, riesce a ridurre il disallineamento delle preferenze tra le controparti, le asimmetrie informative e la selezione avversa, in maggior misura rispetto a un investitore esterno che si affida principalmente al rating e al *roadshow*. Il settore di appartenenza dell'emittente (e le connesse prospettive di mercato) sembra, invece, influire sui tassi di rendimento richiesti dagli investitori più del rating esterno (per ora solo per i rating *investment grade*) e del posizionamento competitivo.

2.5 Costruzioni di portafogli dei fondi chiusi

2.5.1 Tipologia di rischio

Un portafoglio di minibond e titoli simili presenta rischi diversificabili e rischi non diversificabili. I primi sono legati a singoli emittenti (rischio default della singola impresa) o alla singola emissione (rischio specifico legato alle caratteristiche tecniche dell'emissione) e sono per definizione controllabili grazie ad un'accurata metodologia di costruzione di portafoglio. I rischi non diversificabili sono in questo caso i rischi di tasso, Paese e di liquidità per i quali tuttavia è possibile adottare opportune strategie di copertura. La costruzione di portafoglio e le strategie di copertura possono determinare in modo significativo i risultati dell'investimento tenendo conto della rigidità derivante dall'approccio *buy and hold* di portafoglio che non permette di utilizzare tecniche di *timing*, ovvero di modulazione dinamica dell'esposizione ad un singolo emittente o settore industriale a causa della scarsa liquidità del mercato secondario. Nel regolamento di gestione di alcuni fondi sono comunque consentite operazioni di copertura, ad esempio attraverso posizioni su future di titoli governativi decennali tedesco o italiano, o ancora operazioni di copertura da un rischio settoriale ove l'evoluzione ciclica del settore dovesse sperimentare una fase negativa nel corso della vita dell'obbligazione. La previsione di strumenti di copertura nel regolamento di gestione del fondo aumenta gli strumenti per reagire in maniera dinamica alle mutevoli fasi di mercato e mitiga la componente di rischio di portafoglio non legata al processo di selezione dell'emittente.

Alcuni fondi si sono affidati (ad esempio Anthilia BIT) o si stanno affidando al Fondo di Garanzia delle PMI o al FEI (Fondo Europeo d'Investimento) per coprire i loro portafogli di minibond dal rischio di default degli emittenti, a fronte del pagamento di una commissione annua sull'importo garantito. In questo modo possono proteggersi ulteriormente dall'eventuale default degli emittenti. Inoltre, in questo modo gli emittenti di minibond possono riuscire a risparmiare anche sulle cedole pagate.

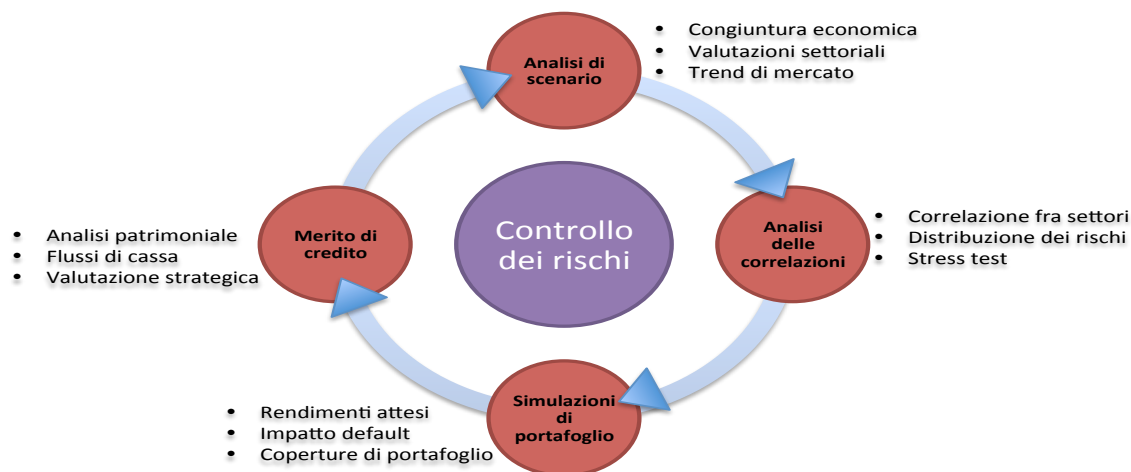
2.5.2 Gestione del rischio

La presenza di una sgr, in quasi tutti i fondi esaminati, specializzata nella gestione mobiliare facilita il processo di monitoraggio delle tendenze di mercato e la capacità di cogliere i trend "settoriali" con un certo anticipo rispetto alla propagazione nell'economia reale. Aspetto centrale è rivestito dalla funzione di controllo dei rischi che assume una veste trasversale e di consulenza sia nel monitoraggio dei rischi a livello macro che nella mitigazione dei rischi non diversificabili. Il processo di controllo varia da fondo a fondo e solitamente è articolato in diverse fasi che procedono dal quadro generale macroeconomico (con un modello simile per tutti i fondi) fino allo specifico processo di selezione dell'emittente (soprattutto per i fondi che gestiscono l'intero processo di emissione dei titoli).

Generalmente ci sono due fasi, denominate: "analisi di scenario" e "analisi delle correlazioni", che sono utili nella costruzione e nel monitoraggio del portafoglio in quanto evidenziano le peculiarità del ciclo economico, i movimenti dei principali mercati del credito e le probabilità di default specifiche dei settori industriali oggetto di investimento. Poi c'è una fase di "simulazione di portafoglio" che è utile al *risk management* per

comprendere come il portafoglio in essere possa evolvere nel tempo in termini di rendimento per gli investitori, numero e impatto dei default attesi, costi e numero di emittenti attesi nel processo di selezione. E infine c'è la fase relativa alla "valutazione del merito di credito" in cui il ruolo centrale è rivestito dal team di gestione che valuta la situazione patrimoniale, la capacità di generare flussi di cassa adeguati e la strategia adottata dell'emittente. In questo caso il *risk management* fornisce una garanzia del rispetto dei modelli di *screening* così come descritti nella politica di investimento, mentre l'agenzia di rating scelta dal fondo si impegna a rendere disponibile il rating esterno.

Grafico 2.11 Schema tipico del processo di controllo di un fondo



Elaborazione dell'autore

Diversamente dalle prime tre fasi (analisi di scenario, delle correlazioni e simulazioni di portafoglio), sempre presenti in tutti i fondi specializzati in minibond, nell'ultima (analisi del merito di credito) può non essere necessaria la presenza di un soggetto facente parte del fondo, essendo possibile fare affidamento anche solo al rating esterno. Di seguito verranno analizzate brevemente solamente le prime due fasi menzionate.

2.5.3 Analisi di scenario

Lo scenario economico è la base di riferimento per la costruzione del portafoglio. L'andamento congiunturale è il punto di partenza per le scelte di allocazione geografica e settoriale con particolare riferimento al:

- rischio paese;
- rischio settoriale;
- rischio filiera (legato a eventuali tensioni sui mercati delle materie prime o mutamenti normativi).

Sul tale fronte spesso i fondi si dotano di un ufficio studi focalizzato sull'analisi del contesto economico e sull'osservazione dei dati macroeconomici onde fornire una base di ragionamento al team di selezione dei potenziali emittenti di minibond.

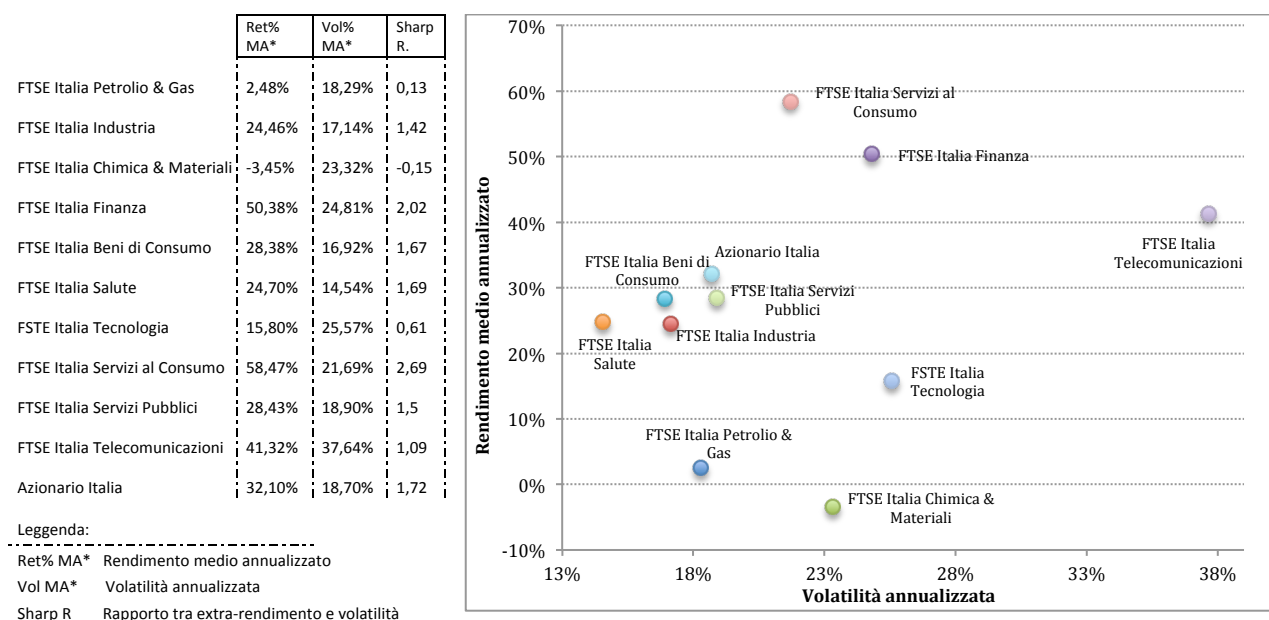
Le analisi si articolano in prima istanza sul mercato quotato, più sensibile ai mutamenti macroeconomici e più reattivo nel mostrare in quali settori la congiuntura potrebbe avere maggiore impatto. La maggior parte delle crisi dell'economia reale, riverberatasi poi nel tessuto produttivo delle piccole medie imprese, è stata anticipata dal mercato quotato soprattutto nel caso di crisi partite dal settore finanziario. L'importanza del monitoraggio

dei mercati quotati del credito e di settori dell'economia ad essi legati è importante non solo per anticipare eventuali shock sul tessuto delle piccole e medie imprese italiane ma anche per aggiornare la base di riferimento dei rendimenti attesi dalle varie emissioni suddivise per classe di rischio. I tassi delle obbligazioni quotate costituiscono una base di ragionamento fondamentale per poi costruire lo schema di rendimenti richiesti per classe di rating in funzione di rischi specifici legati al tessuto delle PMI italiane.

Un elemento importante, oltre al monitoraggio dei prezzi obbligazionari, è la valutazione del rapporto rischio rendimento che in un orizzonte di lungo periodo hanno offerto i settori industriali a livello azionario onde comprendere se vi siano valutazioni "eccessive" su taluni comparti dell'economia o altri fattori che abbiano spinto i valori di mercato oltre (o al di sotto) a una soglia di ragionevolezza e che potrebbero prospetticamente avere un impatto su qualcuna delle filiere coinvolte nei settori di investimento del portafoglio. A tale fine l'analisi di mercato produce una matrice di rendimenti corretti per il rischio per la valutazione sintetica dei corsi azionari suddivisi per comparto industriale.

Nella tabella 2.12 un esempio di rapporti tra rendimento e rischio (volatilità) dei settori industriali italiani.

Tabella 2.12 Rapporto tra rendimento e rischio tra settori industriali (esempio)



Elaborazioni su dati Bloomberg

L'analisi si completa di ulteriori valutazioni legate alla volatilità degli strumenti ed è corredata periodicamente da uno studio dei principali elementi che caratterizzano il quadro macro a livello economico e politico.

2.5.4 Analisi delle correlazioni e delle probabilità di default.

Completata l'analisi di scenario, l'ufficio studi analizza i mercati su quattro livelli:

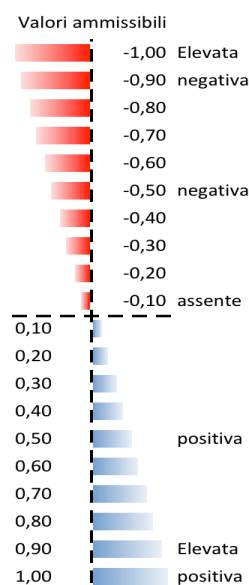
- correlazioni dei prezzi dei settori azionari europei ed italiani;
- probabilità di default degli emittenti per classi di rischio e per settori industriale;
- correlazioni tra i default societari per diversi settori industriali;
- matrici di transazione dei rating e delle probabilità di default.

Le informazioni analizzate in questa fase sono utili sia in fase di costruzione del portafoglio che in fase di monitoraggio. Una buona allocazione deve diversificare il rischio specifico di ogni emittente garantendo una certa numerosità e varietà di emittenti in portafoglio, ma deve tenere conto della relazione che potrebbe incorrere tra i default. Per fare ciò è necessario costruire una probabilità di default sommando le probabilità di default su ciascun emittente (in relazione alla classe di rating) e aggiungendo il rischio di default “a cascata” che sono rappresentati dalla probabilità condizionata che, dato un default su un certo settore industriale, se ne verifichi un altro su un settore “economicamente” collegato (rischio di filiera).

Nella tabella 2.13 un esempio di matrice di correlazione dei settori industriali italiani in cui più il colore si fa intenso (blu o rosso) più la correlazione tra i settori è positiva (blu), oppure negativa (rosso). Quando invece il colore tende al bianco (in prossimità a 0,50) la correlazione tende ad annullarsi.

Tabella 2.13 esempio di matrice di correlazioni dei settori industriali italiani

	FTSE Italia Petrolio & Gas	FTSE Italia Chimica & Materiali	FTSE Italia Industria	FTSE Italia Finanza	FTSE Italia Tecnologia	FTSE Italia Beni di Consumo	FTSE Italia Salute	FTSE Italia Servizi al Consumo	FTSE Italia Telecomunicazioni	FTSE Italia Servizi Pubblici	Aziionario Italia
FTSE Italia Petrolio & Gas	1,00	0,47	0,59	0,63	0,35	0,54	0,31	0,46	0,32	0,59	0,74
FTSE Italia Chimica & Materiali	0,47	1,00	0,46	0,51	0,33	0,46	0,26	0,40	0,30	0,47	0,58
FTSE Italia Industria	0,59	0,46	1,00	0,76	0,45	0,73	0,45	0,63	0,42	0,71	0,85
FTSE Italia Finanza	0,63	0,51	0,76	1,00	0,43	0,69	0,41	0,62	0,45	0,78	0,96
FTSE Italia Tecnologia	0,35	0,33	0,45	0,43	1,00	0,45	0,30	0,42	0,12	0,39	0,49
FTSE Italia Beni di Consumo	0,54	0,46	0,73	0,69	0,45	1,00	0,44	0,67	0,31	0,64	0,78
FTSE Italia Salute	0,31	0,26	0,45	0,41	0,30	0,44	1,00	0,39	0,24	0,43	0,45
FTSE Italia Servizi al Consumo	0,46	0,40	0,63	0,62	0,42	0,67	0,39	1,00	0,33	0,60	0,68
FTSE Italia Telecomunicazioni	0,32	0,30	0,42	0,45	0,12	0,31	0,24	0,33	1,00	0,42	0,51
FTSE Italia Servizi Pubblici	0,59	0,47	0,71	0,78	0,39	0,64	0,43	0,60	0,42	1,00	0,86
Aziionario Italia	0,74	0,58	0,85	0,96	0,49	0,78	0,45	0,68	0,51	0,86	1,00



Fonte: Elaborazioni su dati Bloomberg

Allo stesso modo si analizzano le probabilità di default per settore industriale (suddivise per semestre) sul territorio italiano tra le piccole e medie imprese.

Nella tabella 2.14 un esempio di tassi di default semestrali per settori industriali riguardanti le sole società di capitali italiane con un valore della produzione maggiore di € 5 milioni.

Tabella 2.14 Esempio di tassi di default semestrali per settori industriali (aprile 2014)

Data	Agricoltura	Automobili	Costruzioni	Alimentare	Ingegneria e Componenti	Metallurgia	Idustria	Servizi	Tessile e Abbigliamento	Commercio
dic-06	0,25%	0,82%	0,77%	0,77%	0,61%	0,82%	0,76%	0,47%	1,18%	1,49%
giu-07	0,24%	0,66%	0,71%	0,45%	0,48%	0,33%	0,48%	0,55%	0,82%	0,32%
dic-07	0,22%	0,71%	0,94%	0,37%	0,49%	0,26%	0,67%	0,57%	1,30%	0,30%
giu-08	0,43%	0,56%	1,15%	0,90%	0,60%	0,66%	0,60%	0,72%	1,52%	1,57%
dic-08	1,41%	1,75%	1,75%	0,83%	1,29%	1,80%	1,47%	1,50%	2,31%	0,83%
giu-09	1,19%	1,16%	1,83%	0,64%	1,18%	1,68%	1,36%	1,35%	1,94%	1,36%
dic-09	0,60%	1,49%	2,07%	0,94%	1,45%	1,56%	1,22%	1,01%	2,49%	1,10%
giu-10	1,55%	1,89%	1,79%	1,01%	0,94%	1,34%	1,05%	1,21%	1,46%	1,08%
dic-10	1,57%	1,05%	2,25%	0,73%	0,77%	1,39%	1,30%	1,13%	1,74%	1,54%
giu-11	0,42%	1,34%	2,19%	0,71%	1,13%	1,37%	1,00%	1,12%	1,08%	0,72%
dic-11	1,33%	1,49%	2,78%	0,84%	1,33%	1,85%	1,33%	1,49%	1,26%	1,39%
giu-12	0,92%	3,43%	4,06%	1,95%	1,43%	2,03%	1,91%	1,67%	2,76%	1,35%
media	1,69%	2,72%	3,71%	1,69%	1,95%	2,52%	2,19%	2,13%	3,31%	2,19%
Osservazioni	5.818	19.111	45.769	27.719	35.074	22.985	69.784	46.844	23.064	8.385

Fonte: Crif Rating Agency

Dalla serie storica dei default si ricava la matrice di correlazione settoriale, utile in fase di costruzione o ribilanciamento del portafoglio. Il flusso informativo legato ai default per settore non è reperibile dai data provider di mercato ma è fornito da società specializzate o agenzie di rating. Molti fondi ad oggi hanno stipulato dei contratti con Crif e Cerved per il reperimento di questo tipo di informazioni, assicurando un presidio costante e programmatico su un ampio spettro di “credit event” legati al tessuto produttivo italiano utilizzati sia in fase di costruzione di portafoglio che di monitoraggio di una specifica emissione.

Nella tabella 2.15 un esempio di matrice di correlazioni dei default dei settori industriali sempre riferita a società italiane con valore della produzione maggiore di € 5 milioni.

Tabella 2.15 Esempio di matrice di correlazione dei default dei settori industriali (aprile 2014)

Settori	Agricoltura	Automobili	Costruzioni	Alimentare	Ingegneria Componenti	Metallurgia	Idustria	Servizi	Tessile Abbigliamento	Commercio
Agricoltura	1,00									
Automobili	0,43	1,00								
Costruzioni	0,50	0,87	1,00							
Alimentare	0,27	0,89	0,80	1,00						
Ingegneria/Componenti	0,49	0,73	0,79	0,57	1,00					
Metallurgia	0,71	0,75	0,83	0,61	0,93	1,00				
Idustria	0,66	0,84	0,89	0,70	0,85	0,94	1,00			
Servizi	0,76	0,78	0,86	0,60	0,85	0,94	0,92	1,00		
Tessile/Abbigliamento	0,39	0,69	0,62	0,68	0,70	0,67	0,79	0,62	1,00	
Commercio	0,42	0,19	0,38	0,47	0,27	0,48	0,40	0,32	0,34	1,00

Fonte: Crif Rating Agency

2.5.5 Ottimizzazione di portafoglio

Ciascun fondo individua la struttura settoriale del portafoglio “ideale” attraverso sostanzialmente due tipi di analisi:

- la minimizzazione dei default attesi;
- la massima diversificazione di portafoglio.

In base alla prima metodologia si definiscono i pesi da assegnare ai settori industriali in modo tale da minimizzare la probabilità media di default (tipicamente per semestre), misurata in base alle statistiche sui tassi di default per settore. In questo modo si ottiene una sorta di ottimizzazione *ex post* che in base ai dati osservati trova quella struttura del portafoglio che avrebbe minimizzato i default medi nel corso del periodo osservato. Questa informazione si basa sull’assunto che il futuro dipende in misura significativa dal passato, requisito utile come riferimento “oggettivo” del processo decisionale.

Formula di minimizzazione della probabilità media di default

$$\min_w \sum_i \frac{w' \cdot PD_i}{N}$$

Con w il vettore dei pesi per settore industriale, PD_i il vettore delle probabilità di default per settore industriale nell’ i -esimo semestre e N il numero di semestri considerati.

Nell’ottica di osservare il minor numero di default possibili nel corso della vita delle obbligazioni si utilizza anche un criterio di allocazione settoriale tale da minimizzare la

correlazione tra i potenziali default basandosi appunto sulla matrice di correlazione storica. I pesi da assegnare ai settori industriali sono pertanto tali da massimizzare un indice di decorrelazione.

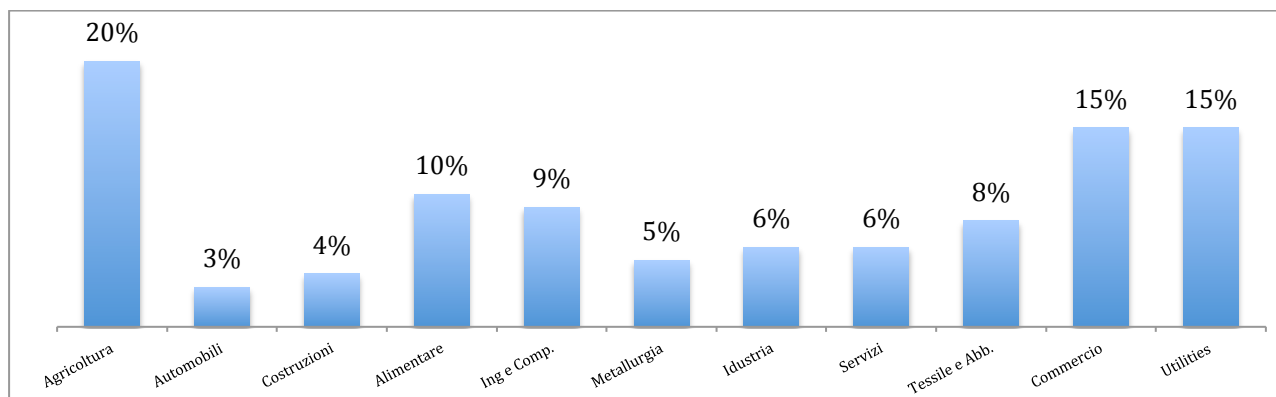
Formula di massimizzazione della decorrelazione tra il default

$$\max_w \frac{1}{\sqrt{w' \cdot Corr \cdot w}}$$

Con w il vettore dei pesi per settore industriale e $Corr$ la matrice di correlazione tra i default per diversi settori industriali.

La combinazione di queste due diverse ottimizzazioni (una in base alle probabilità di default e l'altra in base alle correlazioni tra default) entro i limiti di concentrazione del regolamento del fondo, offrirà una struttura di portafoglio utile al team di gestione della SGR per orientare la distribuzione delle scelte in termini di settori industriali. Quest'analisi ha rilevanza soprattutto nelle fasi di costruzione iniziale di portafoglio e nei casi di ribilanciamento o reinvestimento degli attivi in scadenza nel corso della vita dei fondi.

Tabella 2.16 Esempio di composizione per settore industriale del portafoglio ottimo di un fondo.



Fonte: Anthilia BIT

Nelle migliori pratiche di mercato la metodologia e i modelli utili per minimizzare i rischi di default “a cascata” è continuamente sottoposta ad analisi e potenzialmente arricchita dal team di *risk management* (ad es. *stress test*, analisi Monte Carlo...) nella terza fase del controllo dei rischi. Aumentando il grado di sofisticazione, in generale, si limita anche il rischio che il portafoglio sia negativamente influenzato da default “di filiera”, cioè casi in cui il portafoglio soffra diversi default collegati al ciclo economico negativo di un comparto industriale a cui il portafoglio stesso era esposto.

III CAPITOLO - ANALISI SU AIDA DELLE POTENZILI TARGET DEI FONDI CHIUSI

3.1 Il profilo medio della potenziale emittente

Questo capitolo è dedicato, da una parte all'individuazione di quelle aziende che con maggiore probabilità possono essere considerate nelle fasi di *screening* da parte dei fondi chiusi e degli altri investitori professionali con preferenze simili a questi ultimi, dall'altra a quelle stesse aziende che, con le stesse probabilità, potrebbero essere interessate ad emettere minibond. Queste aziende verranno successivamente riconosciute come "potenziali target". Il profilo tipico di un'impresa che vuole emettere un minibond (di importo standard tra i 5 e i 15 milioni di euro), oltre ai requisiti oggettivi dettati dalla normativa⁵⁵, prevede:

- una dimensione media o medio-piccola,
- una maturità di almeno 3-4 anni,
- una struttura (proprietaria e di *governance*) trasparente e solida,
- un management composto da soggetti di comprovata esperienza nel settore in cui operano,
- un adeguato controllo di gestione,
- una struttura dei costi flessibile,
- una buona redditività negli ultimi esercizi,
- una buona solidità nella gestione finanziaria,
- una buona stabilità dei flussi di cassa
- la disponibilità di un preciso piano industriale orientato alla crescita.

Il profilo ideale prevede, invece, un'impresa:

- con una visione a lungo termine,
- con una buona diversificazione di prodotto, di clienti e di fornitori,
- con un buon posizionamento competitivo,
- con un buon livello tecnologico e un buon grado di innovazione di prodotto o di processo,
- attiva in settori di eccellenza dell'industria italiana;
- interessata ad emettere il minibond per finanziare progetti di internazionalizzazione o espansione e consolidamento del proprio business all'estero (senza poi escludere la possibilità di finanziare progetti di ricerca e sviluppo di nuovi prodotti).

Alcuni fondi non ancora attivi si rivolgono anche a quelle società che si trovano in nicchie di mercato in forte crescita, ma sottocapitalizzate e con fatturati esigui, non sufficienti a sostenere quelle spese indispensabili per restare al passo con l'espansione del proprio core business (ad esempio imprese che realizzano impianti fotovoltaici, eolici e simili). Questi sono tipologie di investimento difficili da coprire con prestiti bancari, o per la scarsità di strutture creditizie idonee a valutarli, oppure per la richiesta da parte degli istituti di credito di ingenti garanzie reali (spesso non disponibili).

In questa fase preliminare di sviluppo del mercato dei minibond, la quasi totalità dei fondi fino a qui elencati hanno ritenuto di escludere *start-up* o società che affrontano processi di ristrutturazione, *turnaround* e *leverage buyout* (incluse le imprese con procedure concorsuali in atto o in procinto di essere dichiarate). Queste fattispecie caratterizzano già specifiche tipologie di fondi sul mercato internazionale dei capitali nelle forme del *venture*

⁵⁵ forma giuridica di società di capitali, società cooperative, e mutue assicuratrici diverse da banche e microimprese; disponibilità del bilancio dell'ultimo esercizio sottoposto a revisione contabile.

capital e di alcuni tipi dei cosiddetti fondi *distressed debt* di *hedge fund* o di *private equity*. La mancata inclusione di queste due particolari categorie nei fondi mobiliari chiusi è stata dettata dalla scelta di non inserire ulteriori profili di rischio alla già complessa fattispecie del finanziamento di una PMI o di un'impresa media. Il premio al rischio richiesto nel mercato del *venture capital*, dei *turnaround* e del *leverage buyout* è mediamente più elevato di quello associato al tradizionale creditore (ancorché di medio-lungo termine) e non a caso per tali tipologie di investimenti, a differenza che per i minibond orientati a progetti di sviluppo, il tema della partecipazione al capitale di rischio della società target è predominante nel modello di gestione.

Alcuni fondi chiusi (rappresentati nella tabella 3.1) specializzati soprattutto in minibond senior hanno scelto poi di formalizzare una selezione di requisiti minimi quantitativi e qualitativi che fossero coerenti con la dimensione desiderata delle aziende target e che al contempo ponesse dei limiti chiari di accesso a una fase di *screening*.

Tabella 3.1 *Fondi chiusi su cui si basano i parametri minimi e medi di bilancio*

Gestore	Nome fondo	Dotazione attuale in mio €*	First Closing	Già Attivi**
Advam Partners sgr	Advam 1 CBI	40	50 Mio €	No
Aletti gestielle sgr	Fondo Crescita Impresa Italia	nd	20-gen-15	No
Anthilia Capital Partners sgr	Bond Impresa Territorio	142	28-nov-13	Si
Futurimpresa sgr	Antares AZ I	50	Feb - 2015	No
Bnp Paribas Investment partners	Bnp Paribas Bond Italia PMI	56	01-ago-14	Si
Compass AM sa	Blue Lake Italian minibond	25	31-mar-14	Si
Dueemme sgr	Fondo per le Imprese	104	09-mag-14	Si
FININT sgr	Fondo minibond PMI Italia	51,4	04-lug-14	Si
Hedge Invest srg	HI Crescitalia PMI Fund	nd	100 Mio €	No
Lyxor sgr	Lyxor Berica Sme Fund (Pop Vic)	100	3Q 14	No
PensPlan	Euregio Minibond	52,4	16-dic-13	Si
Pioneer Investments	Pioneer Progetto Italia	35	1-Lug-14	Si
Fysis Fund sicav Sif	Vesta Industrial	nd	50 Mio €	No
Ver Capital sgr	Ver Capital Credit Partners Italia V	nd	Gen-2015	No
Zenit sgr	Progetto minibond Italia	40	01-lug-14	No

*al 20 dicembre 2014. **che hanno già originato e strutturato dei minibond.

Elaborazioni dati MondoAlternative, AIFI, Convegni e Interviste dirette ai fondi chiusi.

Alcuni fondi pur escludendo categoricamente le imprese attive nel settore finanziario e immobiliare, presentano preferenze diverse sui parametri di bilancio, per cui i requisiti successivamente elencati sono il risultato di elaborazioni svolte sul materiale fornito dagli stessi fondi, al fine di poter individuare il campione più rappresentativo possibile di *potenziali target*, includendo anche quelle più piccole ed escludendo quelle più grandi. I fondi pur sottoscrivendo anche quote di titoli da € 50 milioni emessi da imprese con fatturati elevati, lasciano infatti che siano altri operatori del mercato a strutturarli.

Tabella 3.2 *I requisiti quantitativi minimi per superare la fase di pre-screening*

	Classi di Fatturato	PFN/EBITDA	PFN/PN	EBITDA/Fatturato	oneri finanziari/ EBITDA
1	tra 5 e 10 Mio €	≤4	≤2	≥10%	≤35%
2	tra 10 e 20 Mio €	≤4	≤2	≥7%	≤35%
3	tra 20 e 50 Mio €	≤5	≤3	≥7%	≤35%
4	tra 50 e 250 Mio €	≤5	≤3	≥5%	≤35%

Elaborazioni su dati forniti dai fondi chiusi elencati in Tabella 3.1

Tabella 3.3 *I requisiti quantitativi medi per superare la fase di pre-screening*

Classi di Fatturato	PFN/ EBITDA	PFN/PN	EBITDA/Fatturato	O.F./ EBITDA	EBIT/Fatturato
tra 20 e 250 Mio €	≤5	≤3	≥10%	≤35%	≥2,5%

Elaborazioni su dati forniti dai fondi chiusi elencati in Tabella 3.1

A entrambi (requisiti minimi e medi) va poi aggiunto un EBITDA positivo negli ultimi tre anni, mentre non è indispensabile un trend crescente nel fatturato. In ogni caso, poi, non si tratta di limiti inviolabili, piuttosto un progressivo allontanamento da questi valori riduce esponenzialmente la probabilità di essere presi in considerazione nelle fase di *screening*.

3.2 Impostazioni, modalità e criteri di ricerca su AIDA

Il database scelto per estrarre le potenziali aziende italiane target è AIDA di Bureau Van Dijk (BvD). Non essendo un database completo e aggiornato come quello di Cerved rimane comunque una banca dati di informazioni finanziarie, anagrafiche e commerciali su circa 238.768 società di capitali attive (su un totale di 254.762) con sede legale in Italia. Per ciascuna Società, AIDA offre il bilancio dettagliato secondo lo schema completo della IV direttiva CEE, i bilanci ottici, la serie storica fino a 10 anni e la scheda anagrafica completa di descrizione dell'attività svolta.

Al fine di realizzare una ricerca il più coerente possibile con quella che è la definizione di azienda target e per evitare un'eccessiva sovrastima/sottostima della numerosità di aziende si è deciso di dividere la ricerca in due parti.

- La prima, per definire le impostazioni, i criteri e i metodi di ricerca su Aida.
- La seconda, per applicare le prime preferenze ed estrarre i dati da Aida.

Metodi e criteri generali di ricerca utilizzati su Aida:

- a) Il codice merceologico di riferimento utilizzato per inglobare tutte le società del database è il codice Ateco 2007⁵⁶.
- b) Come fonte di informazione economico finanziaria, sono stati considerati i soli bilanci annuali. In caso di disponibilità di entrambi i bilanci, consolidati e non consolidati, sono stati considerati solamente i primi. Tranne che per un eccezione successivamente descritta al punto 2.C.
- c) Se un dato di natura finanziaria di un'azienda non è disponibile, la medesima non è stata considerata all'interno dell'estrazione del database.
- d) Per quanto riguarda lo stato giuridico, sono state escluse dalla ricerca tutte le società inattive secondo quella che è la definizione di Aida (ossia: cessate; in liquidazione; e cessate per fusione, scissione e liquidazione).
- e) Per quanto riguarda i dati, sono stati selezionati solo gli ultimi disponibili (sulle elaborazioni successive sono state poi escluse tutte le società che non possedevano dati recenti risalenti almeno al 2012⁵⁷).
- f) Per quanto riguarda l'accuratezza dei dati finanziari e per evitare eventuali sottostime sui parametri da parte di Aida si è cercato, nonostante la limitatezza delle informazioni disponibili ai soli dati di Conto Economico e Stato Patrimoniale (art. 2424 Codice Civile), di migliorare la precisione sia dell'indice PFN⁵⁸ (indebitamento finanziario netto), che dell'indice EBITDA predefiniti⁵⁹.

⁵⁶ Tale classificazione costituisce la versione nazionale della nomenclatura europea, Nace Rev.2 per la classificazione statistica delle attività economiche.

⁵⁷ Aida non permette di includere i bilanci del 2014 se ci si riferisce ai soli dati assoluti.

⁵⁸ Su Aida la PFN viene calcolata considerando solo la differenza tra la somma dei numeri 4 e 5 delle lettera D del Passivo dello S.P. e la voce disponibilità liquide alla lettera C numero IV dell'Attivo dello S.P.

⁵⁹ L'EBITDA predefinito è calcolato come la somma tra il risultato operativo del conto economico e gli ammortamenti e le svalutazioni (lettera A-B + numero 10 B del Conto Economico).

Nella PFN sono state aggiunte al Passivo le voci “obbligazioni” e i finanziamenti soci (numeri 1, 2 e 3 della lettera D dello Stato Patrimoniale) e all’Attivo la voce Altri titoli (numero 6 lettera C.III). Questo indice tuttavia non considera: l’importo dei debiti residui in linea capitale secondo lo IAS 17 relativi a operazioni di leasing in essere, ogni passività finanziaria riveniente dalla valutazione al mercato (*fair value*) di strumenti finanziari derivati; ogni cessione di crediti commerciali pro solvendo o pro soluto e ogni contratto di factoring nonché una serie di altri elementi riscontrabili nei Conti d’Ordine. Nell’EBITDA sono stati aggiunti, gli “accantonamenti” (voci numero 12 e 13 della lettera B del C.E.)⁶⁰. L’indice così calcolato rimane comunque un indice parziale perché non ricomprende un elemento fondamentale, la voce 8 lettera B del C.E. sui canoni relativi ad operazioni di locazione finanziaria od operativa.

- g) Per quanto riguarda la determinazione delle società partecipate rientranti nel campione selezionato, data la numerosità campionaria è stato possibile applicare solo le impostazioni di default. Sono state quindi escluse dal campione tutte le società possedute per almeno il 50,01% direttamente o indirettamente da un'altra società (azionista di riferimento)⁶¹ appartenenti allo stesso campione. Quest’ultima quale *proxy* per considerare solamente le capogruppo. Sono state così escluse cinque società legate a fondi chiusi già quotate sull’ExtraMOT Pro (Geodata Engineering, Fri-El Biogas, Molinari, Exprivia Healthcare e Eurotranciatura) e una legata a un *asset manager* (Innovatec). Non sono state, invece, escluse quelle per cui non è disponibile la percentuale.
- h) Per quanto riguarda le società detenute da azionisti stranieri, sono state escluse tutte le società detenute “da un azionista di riferimento globale” (A.R.G.) con sede legale in paesi esteri che possiede almeno il 50.01% della società, considerando tutte le tipologie di A.R. indicate⁶². Si è scelto di eliminarle dalla lista in quanto si ipotizza che queste aziende possano facilmente finanziarsi anche sui mercati di origine dell’ A.R.G. Come per il punto precedente, non sono state escluse dalla ricerca quelle aziende per cui gli azionisti di riferimento e le percentuali degli azionisti sono sconosciuti.
- i) Sono state escluse anche le filiali di società estere, qualora indicate su Aida.
- j) Nell’estrazione su Excel sono stati inclusi oltre agli indici di bilancio: la data di chiusura dell’ultimo bilancio disponibile, la regione e il comune in cui vi è la sede legale e la denominazione del settore merceologico di riferimento secondo però il codice Naics 2007 anziché il codice Ateco 2007⁶³.

Modalità e parametri generali di ricerca per l’estrazione del set di imprese da Aida

- a) Per quanto riguarda la categoria merceologica sono state escluse tutte le aziende che operano esclusivamente nel settore immobiliare e nel settore finanziario secondo il codice Ateco 2007 inserito su Aida. Alcune aziende valide possono essere state escluse

⁶⁰ In 11 casi su 12796 aziende estratte è stata sostituita la nuova PFN con quella di Aida, perché inferiore. Invece, 4.254 sono i casi in cui la nuova PFN risulta superiore rispetto a quella predefinita. Simili risultati sono stati ottenuti per l’EBITDA: 9 e 4093 casi rispettivamente.

⁶¹ Collegamenti fra le società e gli azionisti di riferimento sono direttamente forniti da un information provider oppure vengono calcolati da BVD (gestore di AIDA). I link forniti da una fonte dati vengono nella maggior parte dei casi ricevuti senza alcuna percentuale. Le percentuali sono calcolate da BvD solo se l'azionista di riferimento è anche un azionista con link diretto, o se il percorso tra un società e la sua Ultimate Owner è composta solo di legami al 100% diretti e totali. In questo caso BvD mette 100% come percentuale totale. Inoltre vengono tracciate le sole relazioni di controllo e non i rapporti patrimoniali. Quindi, le percentuali che si registrano sono solo quelle connesse alle azioni con diritto di voto. AIDA considera poi tre diverse proprietà di calcolo - diretta, indiretta e totale - le cui modalità di determinazione non vengono specificate in questo elaborato.

⁶² Banche e società finanziaria; assicurazioni; società industriali; società di private equity; fondi speculativi; venture capital; mutual & pension funds/nominees/trusts/trustees; fondazioni/istituti di ricerca; autorità pubbliche, stati, governi; uno o più individui o famiglie; esponenti/manager.

⁶³ Il metodo Naics 2007 per la classificazione statistica delle attività economiche è meno preciso del codice Ateco 2007 ma permette più facilmente di compiere analisi su campioni di dati molto ampi.

dalla ricerca in quanto il loro codice di riferimento su Aida può non corrispondere all'attività principale svolta dall'impresa.

- b) Per quanto riguarda la dimensione, come si è detto precedentemente, sono state considerate le sole società che nell'ultimo anno disponibile hanno registrato un fatturato (ricavi delle vendite e delle prestazioni voce A1 del C.E.) compreso tra i 5 e i 250 milioni di euro.
- c) Sono state considerate le sole società che dispongono almeno di tre bilanci consecutivi a partire dall'ultimo anno disponibile e per cui il Patrimonio Netto totale e l'EBITDA risultano contemporaneamente positivi in tutti e tre i bilanci.
In questo passaggio va precisato che, nei casi in cui sono disponibili entrambi i bilanci (consolidati e di esercizio), questi sono stati considerati entrambe per evitare eventuali sottostime. Molte delle aziende, tra cui alcune i cui titoli sono già quotati sull'ExtraMot Pro (tra cui Rigoni di Asiago, Bomi, SIGIT, RSM, INglass...), redigono il consolidato solo da uno o due anni per cui se ci si affida solo su di esso si rischia di non includere nella lista molte aziende idonee ad emettere minibond.
- d) L'ultimo passaggio svolto sul database per estrarre i dati è stato quello di applicare i parametri finanziari minimi richiesti a una azienda di medie dimensioni (fatturato maggiore di € 50 milioni) sui bilanci dell'ultimo anno disponibile. Questi sono:
- $PFN/EBITDA \leq 5$,
 - $PFN/PN \leq 3$ e
 - $OF/EBITDA \leq 35\%$,
 - $EBITDA/Ricavi\ delle\ vendite \geq 5\%$.

Tabella 3.4 Estrazione dati da Aida

Product name	Aida	Aggiornamento	214
Versione del Software	81.00	Aggiornamento dei dati	28/10/14
Export date	02/11/2014	Cut off date	31/03
1.	Tutte le società		254.379
2.	Stato giuridico: Società attive		238.497
6.	Ricavi vendite e prestazioni (migl EUR): Ultimo anno disponibile, min=5.000, max=250.000		56.607
5.	ATECO 2007: 1; 2; 3; 5; 6; 7; 8; 9; 10; 11; 12; 13; 14; 15; 16; 17; 18; 19; 20; 21; 22; 23; 24; 25; 26; 27; 28; 29; 30; 31; 32; 33; 35; 36; 37; 38; 39; 41; 42; 43; 45; 46; 47; 49; 50; 51; 52; 53; 55; 56; 58; 59; 60; 61; 62; 63; 69; 70; 71; 72; 73; 74; 75; 77; 78; 79; 80; 81; 82; 84; 85; 86; 87; 88; 90; 91; 92; 93; 94; 95; 96; 97; 98; 99		242.363
7.	TOTALE PATRIMONIO NETTO (migl EUR): Ultimo anno disponibile, Last year -1, Last year -2, min=0, Per tutti gli anni selezionati		212.134
8.	EBITDA (migl EUR): Ultimo anno disponibile, Last year -1, Last year -2, min=0, Per tutti gli anni selezionati		178.396
3.	Escludi partecipate: Definizione di Azionista di Riferimento con possesso minimo di 50.01%, azionista noto o non noto		213.528
4.	Subs. owned by a company included in the group that are GUO or shareh. (min 50,01, max 100); (incl. subs. with unknown %); branches excluded Società detenute da un AR: Definizione di Azionista di Riferimento con possesso minimo di 50.01%, azionisti conosciuti Azionista di Riferimento che si trovano in Nord America, Austria (AT), Belgio (BE), Cipro (CY), Danimarca (DK), Finlandia (FI), Francia (FR), Germania (DE), Gibilterra (GI), Grecia (GR), Islanda (IS), Irlanda (IE), Liechtenstein (LI), Lussemburgo (LU), Malta (MT), Principato di Monaco (MC), Paesi Bassi (NL), Norvegia (NO), Portogallo (PT), Spagna (ES), Svezia (SE), Svizzera (CH), Turchia (TR), Regno Unito (GB), Europa dell'Est, Scandinavia, Paesi Baltici, Stati del Nord, Stati balcanici, Medio Oriente, Estremo Oriente e Asia centrale, Sud e Centro America, Africa, Oceania; GUO only		6.597
9.	PFN/EBITDA: Ultimo anno disponibile, max=5		166.425
10.	PFN/PN: Ultimo anno disponibile, max=3		173.648
11.	EBITDA/ricavi delle vendite: ultimo anno disponibile min = 5%		133.609
12.	Oneri Finanziari/EBITDA: ultimo anno disponibile max = 35%		197.939
Ricerche Booleane : (3 De (1 E 2 E No 4)) E 5 E 6 E 7 E 8 E 9 E 10 E 11 E 12			Tot 12.796

Elaborazioni su dati Aida.

La tabella 3.4 riporta tutti i precedenti passaggi. Il risultato finale mostra 12.796 aziende a cui successivamente sono stati applicati ulteriori criteri specifici per individuare le potenziali target. Da notare che l'applicazione dei criteri Booleani "De" e "No" alla ricerca, non permettono di visualizzare i risultati parziali ad ogni passaggio successivo, ma solamente il risultato finale.

3.3 Elaborazioni su MS Excel

Con l'uso dei fogli elettronici si è proceduto ad ulteriori eliminazioni in modo da pulire completamente la lista delle potenziali target da elementi distorsivi.

Dalle 12.796 aziende estratte sono state eliminate 118 società il cui ultimo bilancio disponibile risaliva a prima del 2012, dopodiché sono state eliminate anche le società che fino a novembre 2014 avevano emesso un minibond sul mercato ExtraMot Pro e che risultano ancora nella lista dopo le eliminazioni precedenti (24)⁶⁴. Queste ultime infatti non sono più potenziali target ma effettive emittenti. Il numero di aziende è sceso così a 12.654. Si giunge così all'ultimo passaggio del processo applicando i parametri finanziari minimi al campione delle imprese individuato. Nella tabella 3.5 sono rappresentate il numero massimo di potenziali aziende target per i fondi chiusi a seconda della classe di fatturato di appartenenza.

Tabella 3.5 Numero di potenziali target con parametri di bilancio minimi

	Classi di Fatturato	PFN/EBITDA	PFN/PN	EBITDA/Fatturato	N. imprese	N. relativo
1	tra 5 e 10 Mio €	≤4	≤2	≥10%	2.891	36,5%
2	tra 10 e 20 Mio €	≤4	≤2	≥7%	2.540	32%
3	tra 20 e 50 Mio €	≤5	≤3	≥7%	1.464	18%
4	tra 50 e 250 Mio €	≤5	≤3	≥5%	1.034	15%
	TOTALE				7.929	100%

In azzurro i valori medi minimi desiderati dai fondi chiusi. Elaborazioni dati Aida e Fondi chiusi

Il metodo delle classi di fatturato usato dai fondi chiusi non è comunque il metodo migliore per individuare le potenziali target, in quanto discrimina le aziende vicine alle frontiere (tra una classe di fatturato e l'altra). Ad esempio, un'azienda che fattura 9,5 milioni di euro viene esclusa dalla ricerca sulle potenziali target anche se ha un EBITDA margin del 9,5% (un valore comunque buono per un fondo). Lo stesso discorso vale anche al contrario, per cui un'azienda che fattura 10,5 milioni di euro (inclusa nella ricerca delle potenziali target), verrà esclusa successivamente dai fondi, se ha un EBITDA margin di poco superiore al 7%. Il totale di 7.929 rappresenta il numero massimo di imprese in grado potenzialmente di essere sottoposte alla fase di *screening* dai fondi chiusi, sulla base degli indici di bilancio minimi. Se si considera, invece, il campione mediamente più rappresentativo, quelle con un fatturato superiore ai 20 milioni di euro, allora il numero di potenziali target diventa 5038.

3.4 Analisi delle potenziali target individuate

Una volta ottenuto il database come descritto nel precedente paragrafo, si è proceduto alla compilazione di una serie di tabelle pivot per analizzare meglio la distribuzione delle aziende in rapporto a:

- parametri finanziari;
- regioni in cui sono dislocate le società (sede legale);
- settore merceologico di appartenenza.

Nella tabella 3.6 (pagina seguente) si può notare l'elevato numero di aziende con un EBITDA margin superiore o uguale al 10% (78%).

⁶⁴ Tesmec, Imi Fabi, Microcinema, Mille uno Bingo, Mep, Coswell, Gruppo Psc, Acque del Basso Livenza, GPI, Rigoni di Asiago, Bomi Italia, RSM Italy, Primi Sui Motori, SIGIT, Selle Royal, GSI Group, MPG Plast, SEA, INglass, Tesi Square, Acque del Chiampo, ETRA, ASI e Centro Veneto Servizi.

Tabella 3.6 Rapporto tra: principali parametri finanziari e potenziali target.

Classi di EBITDA Margin	Classi di fatturato				Totale
	tra 50 M e 250 M	tra 20 M e 50 M	tra 10 M e 20 M	tra 5 M e 10 M	
5% ≤ X < 7%	193				193
7% ≤ X < 10%	246	453	818		1517
X ≥ 10%	595	1011	1722	2891	6219
Classi di PFN/EBITDA					
4 < X ≤ 5	81	76			157
0 ≤ X ≤ 4	622	762	1250	1236	3870
PFN negativa	331	626	1290	1655	3902
Classi di PFN/PN					
2 < X ≤ 3	47	60			107
0 ≤ X ≤ 2	656	778	1250	1236	3920
PFN negativa	331	626	1290	1655	3902
totale	1034	1464	2540	2891	7929

Elaborazioni su dati Aida.

Se si considera, invece, il campione di imprese più appetibile per i fondi, non considerando le aziende che fatturano cifre al di sotto di € 20 milioni, le aziende che superano lo stesso parametro sono appena il 20% del totale. Notevole è anche il numero di aziende con una posizione finanziaria netta negativa (in giallo) pari al 49% del campione totale. Se ci si riferisse solo alle aziende con fatturati superiori a € 20 milioni, allora la percentuale si abbassa bruscamente al 12% del totale. Scarso invece è il numero, tra le imprese con fatturato superiore o uguale a € 20 milioni, sia di aziende con PFN/EBITDA tra il 4 e il 5, sia di aziende con un *leverage ratio* (PFN/PN) tra il 2 e il 3. Queste imprese rappresentano appena il 6 e 4 per cento del campione ristretto (fatturato ≥ € 20 milioni).

Tabella 3.7 Rapporto tra potenziali target e regioni

Regioni (sede legale come riferimento)	Classi di fatturato				Tot
	tra 50 e 250 Mio €	tra 20 e 50 Mio €	tra 10 e 20 Mio €	tra 5 e 10 Mio €	
Lombardia	352	460	755	841	2408
Veneto	143	209	384	404	1140
Emilia-Romagna	148	177	266	346	937
Piemonte	91	133	246	213	683
Toscana	54	91	180	190	515
Lazio	63	70	134	204	471
Campania	28	74	114	125	341
Marche	25	42	82	93	242
Trentino-Alto Adige	28	41	67	69	205
Friuli-Venezia Giulia	22	41	61	72	196
Sicilia	17	22	56	74	169
Puglia	17	28	50	63	158
Liguria	11	25	41	45	122
Abruzzo	15	18	28	42	103
Umbria	16	12	30	28	86
Calabria		9	15	33	57
Sardegna	2	6	14	22	44
Basilicata		4	6	15	25
Valle d'Aosta		1	5	8	14
Molise	2	1	6	4	13
totale	1034	1464	2540	2891	7929

Elaborazioni su dati Aida.

In tabella 3.7, il 72% delle aziende è situato nelle sette regioni che compongono il Nord Italia. Il Centro rappresenta il 18% del totale (1430) mentre il Sud e le Isole il restante 10% (794). Considerando solo le aziende delle prime 4 regioni: Lombardia (30%), Veneto (14%), Emilia-Romagna (12%) e Piemonte (9%), si ottiene il 65% del totale (5168). Se si considerano solo le prime due si arriva al 45% (3548). Con riferimento al campione più rappresentativo di aziende target (imprese con fatturati superiori a € 20 milioni), la situazione a livello di percentuali non cambia molto. Evidente, quindi, come le regioni del

Nord (Piemonte, Veneto e Emilia in primis) e del Centro Italia rappresentino il maggior potenziale.

Nella tabella 3.8 (in basso), invece, sono elencate rispetto al codice Naics 2007 le aziende per le diverse categorie merceologica. Il codice scelto non è il più idoneo a rappresentare l'oggetto sociale delle aziende italiane, tuttavia rispetto al codice Ateco 2007 presenta una minore dispersione e permette di elaborare giudizi sintetici. Anche qui le prime quattro voci (manifattura; commercio; servizi professionali, scientifici e tecnici; e costruzioni) contano per il 76% (6018) del campione totale. Se si considerano anche le successivi quattro (trasporti e stoccaggio; servizi di amministrazione, supporto e gestione dei rifiuti e di bonifica; holding; e commercio al dettaglio), la percentuale arriva fino a quasi il 90% del campione. Il settore manifatturiero rappresenta da solo il 53% del totale.

Se, come nei precedenti passaggi, ci si riferisse alle sole aziende con fatturato superiore ai 20 milioni di euro, le cose cambiano sostanzialmente per le holding e le aziende di costruzioni. Le prime salirebbero al terzo posto anziché al settimo con una quota dell'8% anziché del 2, mentre le seconde scenderebbero dal quarto al settimo posto. Il peso delle prime quattro e otto voci rimarrebbe comunque invariato rispetto alla situazione precedente. L'appartenere a un settore merceologico piuttosto che a un altro influenza sicuramente di più la scelta dei fondi, rispetto all'appartenere a una regione piuttosto che a un'altra. Anche se a un settore non corrispondono molte potenziali target, non è detto che non abbia più probabilità di essere considerato da un fondo, piuttosto di un settore con più potenziali target ma meno interessante. Il settore delle costruzioni, ad esempio, ha un discreto numero di potenziali target, mentre in realtà i fondi non sono molto interessati a investire in imprese che operano in questo macro settore. Il settore delle Utilities, all'opposto, rappresenta un interessante settore per i fondi chiusi, mentre il numero di potenziali target rappresentato in tabella 3.8 è decisamente basso. Nei primi tre macro settori rappresentati in tabella rientrano, in ogni caso, il maggior numero di imprese che possono interessare ai fondi.

Tabella 3.8 rapporto tra potenziali target e settore merceologico

Conteggio Categoria merceologica (Naics 2007)	Classi di fatturato				Tot
	tra 50 e 250 Mio €	tra 20 e 50 Mio €	tra 10 e 20 Mio €	tra 5 e 10 Mio €	
Manufacturing	467	855	1431	1490	4243
Wholesale Trade	91	165	348	348	952
Professional, Scientific, and Technical Services	70	57	118	172	417
Construction	42	48	118	198	406
Transportation and Warehousing	34	67	113	130	344
Administrative/Support/Waste Management Service	38	61	103	125	327
Management of Companies and Enterprises	159	49	6	4	218
Retail Trade	28	30	66	67	191
Health Care and Social Assistance	9	33	55	79	176
Utilities	39	30	39	44	152
Information	22	19	33	47	121
Accommodation and Food Services	5	10	32	58	105
Agriculture, Forestry, Fishing and Hunting	9	15	27	26	77
Other Services (except Public Administration)	6	9	20	37	72
Arts, Entertainment, and Recreation	4	9	11	31	55
Mining, Quarrying, and Oil and Gas Extraction	8	1	8	14	31
Rental and Leasing Services	2	5	10	14	31
Educational Services	1	1	2	7	11
totale	1034	1464	2540	2891	7929

Elaborazioni su dati Aida.

Da un punto di vista generale tutte le correlazioni che possono costruirsi tra i parametri finanziari, le regioni e le categorie merceologiche seguono ovviamente la numerosità vista in precedenza. In altre parole, se si indagasse, per esempio, su una regione in particolare per vedere in che settori si trovano le aziende con i parametri più interessanti, ovviamente la

soluzione sarà prima di tutto il settore manifatturiero e a seguire tutti gli altri (secondo la distribuzione osservata in tabella 3.8). Potrebbe comunque essere interessante approfondire ciascuna regione o ciascuna categoria merceologica o entrambe per vedere se ci sono dei casi particolari o delle incongruenze rispetto ai casi generali. Tuttavia questo non è lo scopo di questo elaborato in quanto i fondi non forniscono informazioni specifiche al riguardo.

Finita questa prima parte di analisi vi sono alcuni fattori da considerare che devono essere presi in considerazione e che possono incidere in maniera più o meno incisiva sul totale delle 7.929 aziende precedentemente individuate.

Questi fattori sono elencati di seguito in ordine crescente di importanza e rilevanza.

1. La presenza di 27 aziende (0,3%) quotate alla Borsa di Milano, facenti parte dei segmenti di mercato AIM o MTA. Queste aziende secondo alcuni non dovrebbero essere considerate all'interno delle potenziali target perché possono emettere facilmente dei titoli in altri mercati. Tuttavia i fondi chiusi non le escludono.
2. 866 aziende (11%) sono state individuate sulla base dei bilanci del 2012. Alcune di queste aziende potrebbero aver subito anche nel 2013 gli effetti negativi della crisi economica che, ripercuotendosi sui parametri di bilancio, potrebbe averle fatte uscire dalle potenziali target. Scopribile solo con un'ulteriore ricerca più aggiornata.
3. 313 sono aziende che nell'ultimo anno disponibile hanno registrato una perdita in bilancio. Sebbene non sia necessario che l'azienda chiuda con un utile per essere attraente agli investitori ciò che si può approfondire è l'analisi della capacità delle stesse di ottenere buoni margini sulla gestione operativa (analizzando gli EBIT margin). Fondamentale per un'impresa target media.

Tabella 3.9 *Potenziali target distinte per EBIT margin*

Conteggio di NAICS 2007 codice	Classi di fatturato				
Classi di Ebit margin	tra 50 e 250 Mio €	tra 20 e 50 Mio €	tra 10 e 20 Mio €	tra 5 e 10 Mio €	Tot
≥ 10%	254	533	949	1676	3412
≥ 7% e < 10%	182	287	579	625	1673
≥ 5% e < 7%	206	267	471	271	1215
≥ 2,5% e < 5%	255	256	379	203	1093
≥ 0 e < 2,5%	111	87	123	86	407
negativo	26	34	39	30	129
totale	1034	1464	2540	2891	7929

Elaborazioni su dati Aida.

Nella tabella 3.9 sono evidenziate in giallo 536 (circa il 7%) aziende che con buona probabilità possono non essere prese in considerazione, a causa dei loro bassi margini sulla gestione operativa, dalla maggior parte dei fondi chiusi. Molti di questi, infatti, hanno specificato che deve essere necessario almeno un EBIT margin del 2,5%, per poter essere prese in considerazione nelle fasi di *pre-screening* (per di più il riferimento è solo alle imprese con fatturati maggiori o uguali a € 20 milioni).

4. L'ultimo elemento da considerare, forse anche il più interessante, sono le 3902 aziende (49%) che presentano una posizione finanziaria netta negativa (quindi con disponibilità liquide e altri titoli liquidi maggiori rispetto all'intero indebitamento finanziario). Valutare la convenienza per queste aziende di emettere un minibond non è semplice. Nel caso concreto, solo una azienda presente sul segmento professionale dell'ExtraMot Pro presenta questa caratteristica⁶⁵.

Sulla base delle indicazioni di due gestori di fondi attivi nel mercato quotato (Duemme e Anthilia), è stato possibile costruire un ulteriore tabella che permette di individuare

⁶⁵ Gruppo PSC

quali fra le aziende con PFN negativa è più probabile che non siano interessate a emettere minibond.

La tabella 3.10 mette a confronto le quattro classi di fatturato individuate in precedenza (colonne), rispetto a sei classi diverse di posizione finanziaria netta negativa (righe), con il fine di poter determinare soggettivamente quali sono le aziende con una bassa (in giallo e rosso) e molto bassa (in rosso) probabilità che qualora contattate possano voler emettere un minibond a causa della loro interessante capacità di autofinanziarsi (anche se il dato di Aida non è preciso).

Tabella 3.10 *Potenziali target con PFN negativa*

Conteggio di Ragione sociale	Classi di Fatturato				Tot
	tra 50 M e 250 M	tra 20 M e 50 M	tra 10 M e 20 M	tra 5 M e 10 M	
Classi di PFN < 0					
< -25 Mio €	63	24	10	1	98
tra -15 e -25 Mio €	44	25	11	1	81
tra -10 e -15 Mio €	33	48	25	9	115
tra -5 e -10 Mio €	64	140	139	64	407
tra -2 e -5 Mio €	54	188	409	370	1021
tra 0 e -2 Mio €	73	201	696	1210	2180
totale	331	626	1290	1655	3902

Elaborazioni su dati Aida.

In tabella 3.10 si osserva, quindi, come 834 aziende (11% sul totale di 7.929) possono presentare una bassa propensione ad emettere minibond. 233 (3%), invece, sono quelle che presentano una probabilità molto bassa, disponendo di un ammontare di risorse più che sufficienti per finanziare progetti che altrimenti sarebbero finanziati con minibond di importo compreso tra i 2 e i 25 milioni di euro. Limitandosi a osservare, invece, le sole aziende con fatturato superiore ai 20 milioni di euro (più attraenti per i fondi), le statistiche non cambiano molto.

Combinando i due ultimi punti osservati (EBIT margin e PFN negativa) in un'analisi incrociata, è stato possibile determinare il numero definitivo di aziende che con maggiore probabilità possono essere considerate, in sede di *screening*, dai fondi chiusi.

Tabella 3.11 *Potenziali target più probabili*

Classi di fatturato in Mio di €	Classi di PFN negativa (dati in milioni di €)					Tot
	≤ -2 M e positiva	tra -2 M e -5 M	tra -5 M e -10 M	tra -10 M e -15 M	< -15 Mio €	
Classi di EBIT margin						
tra 50 M e 250 M	667	48	57	28	0	800
≥ 10%	144	17	19	13		193
7% ≤ x < 10%	148	5	10	7		170
5% ≤ x < 7%	161	15	14	3		193
2,5% ≤ x < 5%	214	11	14	5		244
tra 20 M e 50 M	939	179	134	0	0	1252
≥ 10%	278	103	83			464
7% ≤ x < 10%	217	33	24			274
5% ≤ x < 7%	216	30	16			262
2,5% ≤ x < 5%	228	13	11			252
tra 10 M e 20 M	1813	391	0	0	0	2204
≥ 10%	612	206				818
7% ≤ x < 10%	450	105				555
5% ≤ x < 7%	404	54				458
2,5% ≤ x < 5%	347	26				373
tra 5 M e 10 M	2143	0	0	0	0	2323
≥ 10%	1319					1319
7% ≤ x < 10%	576					576
5% ≤ x < 7%	248					248
2,5% ≤ x < 5%	180					180
totale	5742	618	191	28	0	6579

Note: in giallo le più probabili in assoluto. Elaborazioni su dati Aida

Come si può notare in tabella 3.11 il numero di aziende target è diminuito di 1350 unità. Un numero molto vicino alla somma dei precedenti punti (1370). Un risultato del genere era scontato in quanto, generalmente, le aziende con una bassa redditività nella gestione operativa difficilmente riescono ad avere una posizione finanziaria netta negativa e consistente. In definitiva, dall'applicazione di tutti i filtri sono risultate 6579 aziende. Va detto comunque, che questa ricerca non è stata fatta al fine ipotizzare quale potrà essere l'entità del numero di emittenti nel mercato dei minibond. Piuttosto serve come punto di riferimento per la maggior parte degli *originator* delle operazioni che intendono in fase di *pre-screening* individuare quelle aziende che, oltre a possedere (presumibilmente⁶⁶) i requisiti quantitativi minimi e medi desiderati, forse potrebbero essere interessate ad essere sottoposte a tutte le fasi del processo di strutturazione necessarie ad emettere un minibond (*screening*, pre-istruttoria, istruttoria).

Per quanto riguarda, invece, la stima della dimensione che il mercato dei minibond (legato ai fondi chiusi) potrà assumere nel prossimo futuro, bisogna considerare soprattutto altri quattro elementi fondamentali.

- 1) La capacità delle nostre aziende di aprirsi all'esterno e di presentarsi al mercato con una buona e completa documentazione trasparente in tutti i suoi aspetti. Al riguardo molte PMI trovano già difficoltoso dover certificare i propri bilanci.⁶⁷
- 2) La disponibilità da parte delle imprese di piani industriali a medio-lungo termine orientati principalmente alla crescita per linee interne e/o esterne.
- 3) La dimensione delle risorse attuali e potenziali raccolte dagli stessi fondi e dagli altri investitori interessati e potenzialmente interessati allo stesso tipo di operazioni.
- 4) La concorrenza attuale e potenziale delle condizioni di accesso al tradizionale finanziamento bancario.

Fintanto che, da una parte gli investimenti delle aziende non sono abbastanza interessanti agli occhi degli investitori, il costo del minibond, in termini di tasso di interesse, rimane superiore del 2-3 per cento rispetto al tradizionale finanziamento bancario e l'accumulo di capitali degli investitori procede più lentamente del previsto, è molto difficile che anche solo 500 di queste aziende possano emettere minibond (quotati e non) entro i prossimi tre anni⁶⁸. Per quanto riguarda i minibond quotati, dopotutto bisogna considerare anche quella che è l'opinione dei principali operatori del mercato (tra cui BPVi e tutti i fondi chiusi attivi su di esso), secondo cui in una fase iniziale come questa, è necessario o quantomeno auspicabile che le cose proseguano a rilento. Prima di tutto è importante mantenere il mercato dei minibond riservato ai soli investitori professionali che prendono le loro decisioni di investimento in modo tale da infondere fiducia (soprattutto negli investitori stranieri), sia verso lo strumento dei minibond, sia verso gli stessi operatori (ad esempio, SGR, Sicav, *asset manager*, banche) che portare sul mercato i titoli. In altre parole, per quanto riguarda il mercato quotato, la maggior parte degli attuali addetti ai lavori che si stanno specializzando nel segmento dei minibond auspicano che, fintanto che il secondario resta illiquido, è meglio lasciare gli investitori retail fuori.

A rafforzare quanto precedentemente detto sul numero di potenziali emittenti futuri vi è anche lo studio condotto a novembre (2014) da MondoAlternative, su venti dei fondi chiusi menzionati nel capitolo precedente. Dalla ricerca emerge infatti un rilevante scarto tra le aziende target e gli effettivi investimenti. Su 1015 aziende analizzate da 20 fondi in fase di

⁶⁶ Bisogna sottolineare che Aida a causa dell'imprecisione degli indici di bilancio, non permette di individuare in modo preciso le potenziali target.

⁶⁷ Fonte: dichiarazioni del responsabile corporate finance di BPVi al *roadshow* di Sipcam; Finanzaonline-Youtube, settembre 2014.

⁶⁸ Fonte: Interviste telefoniche ai fondi chiusi.

screening (il dato può contenere delle duplicazioni), sono scaturite solamente 60 operazioni in minibond o titoli di *private debt*⁶⁹. Questo, a detta degli operatori intervistati, è dovuto al fatto che, prima di tutto sia in fase di *screening* che di pre-istruttoria è stato dato un parere negativo a più della metà di tutte le operazioni analizzate, a causa principalmente di:

- strutture finanziarie o profili di business poco convincenti;
- debolezza di alcune documentazioni proposte (sul piano del *covenanting* e dell'assenza di garanzie infragruppo);
- resistenze da parte degli stessi imprenditori nel mettere a disposizione degli analisti un piano industriale solido e completo delle informazioni necessarie a concludere positivamente le fasi di pre-istruttoria.

Successivamente, un'altra metà abbondante delle operazioni, arrivate alla fase di istruttoria sono state poi bloccate, o perché l'emittente non era ancora pronto a procedere, o perché l'emittente non ha trovato attraente la proposta del minibond in termini di clausole contrattuali e/o di *pricing*. A conferma di questo, quanto affermato al convegno "Minibond Meeting" del 15 dicembre del 2014 dai fondi gestiti da Anthilia e Duemme. Da quanto riportato emerge che, nel loro primo anno di attività, entrambe hanno filtrato un gran numero di potenziali emittenti prima di completare i primi investimenti. Più precisamente:

- Duemme ha analizzato 140 dossier, ne ha approvati 90, ha visitato 30 aziende presso i loro stabilimenti e ha negoziato le condizioni del prestito con 15 società, portando a termine (alla data del 31 dicembre 2014) 7 operazioni (1 in "*pipeline*").
- Anthilia ha analizzato 115 società, in oltre 20 settori merceologici (dalla meccanica all'alimentare, dall'informatica alla cosmetica) e ha completato 4 operazioni.

Il risultato della stringente selezione attuata dai fondi chiusi è che, per il momento, la maggior parte delle operazioni portate a termine dagli stessi, è stata rivolta al finanziamento di imprese leader⁷⁰ in Italia nei loro rispettivi settori di riferimento⁷¹ (si veda anche paragrafo 4.8). E' quindi tra i primi dieci operatori di settore (e tra le loro controllate) che i fondi attualmente stanno concentrando i maggiori sforzi.

La strada da fare nel prossimo futuro è ancora molta e capire le potenzialità del mercato fin da ora non è ancora facile. Tuttavia, anche qualora il canale bancario tradizionale dovesse tornare a fluire più facilmente nell'economia reale italiana, quest'ultimo, essendo principalmente a breve termine e poco capace di valutare progetti industriali ambiziosi, non dovrebbe influenzare più di tanto l'andamento del mercato dei minibond (intesi come mezzo a medio-lungo termine per il finanziamento di progetti industriali di crescita), come avviene invece per il mercato dei corporate bond dei grandi emittenti. Ad ogni modo, se i fondi emettessero anche solo altri 200 nuovi titoli (tra minibond quotati e non, destinati al finanziamento di progetti per la crescita), solo nel prossimo anno, si raggiungerebbe comunque un ottimo traguardo.

⁶⁹ Le 60 operazioni possono non coincidere ovviamente con il numero effettivo di emissioni.

⁷⁰ Intese come le prime 10 aziende in ordine di fatturato e con riferimento anche a gruppi.

⁷¹ In base al codice Ateco 2007.

**IV CAPITOLO - ANALISI QUANTITATIVA
DELL'EXTRAMOT PRO CON RIFERIMENTO AI
MINIBOND DESTINATI ALLA CRESCITA DI IMPRESE
NON FINANZIARIE**

4.1 Individuazione e analisi dei minibond destinati a progetti di crescita

A distanza di poco più di due anni dal primo decreto (Decreto Sviluppo) che facilitava l'accesso al mercato dei capitali di debito anche alle imprese italiane non quotate e al conseguente popolamento del segmento di mercato ad essi dedicato (ExtraMOT PRO), ciò che è interessante notare ai fini delle successive analisi di questo capitolo, è se effettivamente il mercato si stia effettivamente popolando di aziende emittenti con profili in linea con quelli richiesti dai fondi chiusi. In altre parole, se gli emittenti di minibond⁷² sono aziende non finanziarie, di dimensioni non troppo grandi e con precisi piani industriali da finanziare. Con riferimento a questo tipo di emissioni, l'obiettivo principale delle successive analisi, è quello di individuarne le prime tendenze del mercato, nonché i primi confronti tra le emissioni legate ai fondi chiusi e le altre.

In virtù del sempre maggiore ricorso all'emissione di minibond avvenuta nel 2014 e al conseguente affollamento del mercato ExtraMOT PRO, quest'ultimo è stato scelto come punto di riferimento per misurare le tendenze del nuovo mercato dei minibond. L'ExtraMOT Pro, sebbene non si tratti dell'unico luogo dove valutare il fenomeno (titoli non quotati), ha permesso comunque una valutazione completa sia sulla qualità degli emittenti, in virtù dell'obbligo di legge di rendere pubblici gli ultimi due bilanci (l'ultimo dei quali obbligatoriamente revisionato) e sui titoli emessi, sia sull'uso che gli stessi vogliono fare dei proventi raccolti con i collocamenti. Lo stesso tipo di analisi risulta, invece, più difficile quando si tratta di minibond non quotati. Il numero e l'identità degli emittenti di questi ultimi, nella maggior parte dei casi, non sono infatti noti. Quando, invece, l'identità dell'emittente è nota, quest'ultimo non è tenuto a rendere pubbliche le informazioni sulle caratteristiche dei titoli emessi o sui bilanci aziendali⁷³. Per queste ragioni, quindi, l'analisi si è concentrata solo sulle emissioni quotate.

Le caratteristiche discriminanti da cui si è partiti per individuare il campione da analizzare, sono:

- la dimensione delle emissioni;
- la natura dell'attività svolta dall'emittente;
- l'uso che gli emittenti intendono fare dei proventi.

Quest'ultimo è uno degli aspetti più importante per i fondi chiusi (si vedano capitoli precedenti) quando investono in titoli illiquidi come i minibond. Già nei loro progetti d'investimento, infatti, i fondi evidenziano l'intenzione di voler realizzare solo operazioni con imprese che vogliono finanziare precisi e dettagliati piani industriali.

Per verificare che le emissioni prima di tutto dovessero essere destinate a finanziare tale tipo di progetti (e non il rifinanziamento del debito), si è utilizzato come fonte informativa, i dati pubblicamente disponibili (Documenti d'Ammissione) e in qualche occasione anche contatti diretti (via email o telefono) con gli emittenti⁷⁴.

Sono state considerate quindi, le sole aziende che, contestualmente all'emissione del minibond, hanno adottato una strategia orientata principalmente all'incremento o rinnovo delle voci dell'attivo a medio-lungo (per le aziende industriali in generale), oppure di tutto

⁷² Obbligazioni e titoli di debito con *maturity* di almeno 36 mesi e di importo non superiore a € 50 milioni.

⁷³ In virtù del fatto che non sussiste obbligo di legge.

⁷⁴ Otto casi: Filca, Tesmec, JSH Group, Coswell, GSI Group, Inglass, Enna Energia e Selle Royal.

l'attivo (per quelle commerciali). Riconducibili sostanzialmente a operazioni di crescita per linee interne e/o esterne.

4.1.1 Oggetto dell'analisi

Tabella 4.1 Emittenti sull'ExtraMOT Pro

Titoli ExtraMOT Pro	Data	Collocato Mio €	Titoli ExtraMOT Pro	Data	Collocato Mio €	Titoli ExtraMOT Pro	Data	Collocato Mio €	Titoli ExtraMOT Pro	Data	Collocato Mio €
Cerved Technologies	25/03/13	780	Alessandro Rosso	20/12/13	4	K-Flex	02/07/14	100	GSI	06/08/14	5,4
IVS F.	04/04/13	250	GPI	23/12/13	10,25	BP Etruria Lazio	04/07/14	5	S.I.G.I.T Spa	11/08/14	6
Buscaini Angelo	08/04/13	10	ETT	27/12/13	1,65	Fri-El Biogas	11/07/14	12	Eurotranciaturo	14/08/14	5
Teamsystem Hld.	07/05/13	430	Finint	22/01/14	19,5	E.S.TR.A.	14/07/14	50	GRUPPO PSC	14/08/14	5
Sisal Holding	15/05/13	275	Microcinema	29/01/14	1,5	CMC	18/07/14	300	Tesi	29/09/14	2
Fide	03/06/13	2,7	JSH Group	31/01/14	1,8	Rigoni di Asiago	18/07/14	7	Sipcam	30/09/14	15
Caar	01/07/13	3	TerniEnergia	06/02/14	25	Coswell	21/07/14	15	Coesia	01/10/14	100
Gamenet	01/08/13	200	Cogemat	14/02/14	50	Twin Set	22/07/14	150	Molinari	06/10/14	5
Manutencoop	02/08/13	425	Bomi Italia	31/03/14	1,5	TE Wind	23/07/14	6,08	INGlass	07/10/14	8
IFIR	02/08/13	4,2	Tesmec	10/04/14	15	Trevi Fin Ind	28/07/14	50	Mep	08/10/14	5
Primi sui Motori	08/08/13	2,56	IPI Spa	10/04/14	16,8	ETRA Spa	29/07/14	29,9	Geodata	10/10/14	7
Filca	30/09/13	16	Rsm Italy	17/04/14	1	CVS	29/07/14	29,1	Enerventi	15/10/14	8,5
Sudcommerci	09/10/13	22	Enna Energia	16/05/14	3,2	Acque Vicentine	29/07/14	26	Exprivia Health.	17/10/14	5
Rhino Bondco	05/11/13	465	Dynamica Retail	22/05/14	5	AVS	29/07/14	18	Innovatec	21/10/14	10
Grafiche Mazzucchelli	07/11/13	2,5	Sea Spa	30/05/14	3	ASI	29/07/14	15	TBS Group	31/10/14	15
Meridie	12/11/13	4	IMI Fabi	03/06/14	7	Acque basso Livenza	29/07/14	14	Waste Italia	18/11/14	200
Marcolin	14/11/13	200	Officine Maccaferri	05/06/14	200	Acque del Chiampo	29/07/14	13	Antin Solar	03/12/14	85
Milleuno Bingo	15/11/13	9	S.G.G. Holding	09/06/14	8	Bim Gsp	29/07/14	5			
Iacobucci HF	20/12/13	4,95	Selle Royal	25/06/14	10	MPG Plast	31/07/14	3	Totale	03/12/14	4825,09

Elaborazioni su dati ExtraMot Pro

In tabella 4.1 sono elencate l'insieme di tutte le emissioni avvenute nel mercato dalla sua costituzione fino al 15 dicembre del 2014, per data di emissione e per importo collocato.

74 aziende diverse per caratteristiche, settore di appartenenza e dimensione hanno emesso titoli di debito, di varie dimensioni, sul segmento professionale del mercato ExtraMOT di Borsa Italiana. L'ammontare complessivo collocato fino ai primi di dicembre da queste aziende è di circa 4.825 milioni di euro.

L'obiettivo di questo capitolo, tuttavia, non è tanto descrivere tutte le emissioni e le tendenze dell'ExtraMOT Pro in generale, quanto piuttosto quello di analizzare le sole emissioni compatibili per caratteristiche, a una tipica operazione di investimento di un fondo chiuso. Questi ultimi, appunto, per il momento hanno rispettato pienamente le loro preferenze, sottoscrivendo solo quote di titoli emessi da aziende non finanziarie, di importi inferiori a € 50 milioni, con scadenza superiore ai 3 anni e destinati principalmente a finanziare piani industriali per la crescita. Quest'ultimo aspetto rappresenta il punto di partenza delle analisi. Per indagare su di esso si sono analizzati tutti i Documenti d'Ammissione dei titoli. Nello specifico, sono stati analizzati i paragrafi dedicati all'Uso o all'Impiego dei Proventi e/o quelli dedicati ai "Rischi connessi al pagamento delle cedole e al rimborso del capitale da parte dell'Emittente", "Rischi connessi alla mancata realizzazione o a ritardi nell'attuazione della strategia industriale", e infine "Rischi connessi agli investimenti effettuati o in progetto da parte dell'Emittente". In qualche occasione sono stati utili anche contatti diretti (via email o telefono) con gli emittenti.

Per l'elaborazione ci si è trovati di fronte ad un quadro variegato, sia per aziende emittenti, sia per l'utilizzo del finanziamento. Per tali ragioni sono stati applicati due filtri in modo da individuare le sole operazioni idonee a permettere un'analisi tecnica e il più comparativa possibile con quelle che sono le preferenze dei fondi chiusi, nonché permettere di individuare qualche differenza (o tendenza), tra i titoli sottoscritti dai fondi chiusi e gli altri, simili per caratteristiche.

Evidenziamo che, pur essendo la maggior parte dei fondi chiusi attivi solo da pochi mesi, nessuno di questi ha investito nelle aziende successivamente eliminate.

Con il primo filtro sono state escluse dalle analisi tutte le emissioni che non prevedono tra le finalità del collocamento il finanziamento, anche solo parziale, di progetti di crescita. Sebbene in molti, principalmente i giornali, continuano ancora oggi a considerare i minibond come uno strumento alternativo al finanziamento bancario in grado di rispondere ai problemi della cosiddetta stretta creditizia, questo non vale per i fondi chiusi di minibond, che hanno affermato e stanno dimostrando di interessarsi esclusivamente al finanziamento di operazioni destinate alla crescita. Intesa ovviamente come crescita dell'economia reale e non anche dell'attività finanziaria. Gli altri investitori istituzionali, all'opposto, investono anche nelle operazioni di rifinanziamento del debito d'azienda, ma quasi esclusivamente di grandi emittenti o di società finanziarie. Nella tabella 4.2 sono rappresentate le emissioni legate esclusivamente al rifinanziamento del debito.

Tabella 4.2 Risultati del primo filtro

Titoli ExtraMOT Pro	Data	Tasso	Outstanding in Mio €	Titoli ExtraMOT Pro	Data	Tasso	Outstanding in Mio €
Cogemat	14/02/14	Ebor6M+9,5+floor2	50	Buscaini Angelo	08/04/13	7,000%	10,00
Coesia	01/10/14	3,00%	100	S.G.G. Holding	09/06/14	5,50%	8
Gamenet	01/08/13	7,25%	200	Fide	03/06/13	Ebor3M+2,75	2,7
Marcolin	14/11/13	8,50%	200	IFIR	02/08/13	*	4,2
IVS F.	04/04/13	7,13%	250	Meridie	12/11/13	8,00%	4
Sisal Holding	15/05/13	7,25%	275	Finint	22/01/14	5,00%	19,5
Manutencoop	02/08/13	8,50%	425	BP Etruria Lazio	04/07/14	7,00%	5
Teamsystem Hold.	07/05/13	7,38%	430	ETT	27/12/13	*	1,65
Rhino Bondco	05/11/13	*	465	Primi sui Motori	08/08/13	9,00%	2,56
Cerved Tech.	25/03/13	*	780	Tot			3.232,6

Nota: *l'emittente ha emesso consecutivamente o in tempi diversi più titoli con tassi cedolari differenti.

Elaborazioni su dati ExtraMOT Pro e Documenti d'Ammissione

La metà circa dei titoli rappresentati in tabella (9 su 19) è, in ogni modo, di ammontare tale da non interessare i fondi chiusi. Questi ultimi prevedono per il momento di investire al massimo su titoli di importi non superiori a € 50 milioni. I restanti dieci sono composti da sei piccole e medie aziende finanziarie⁷⁵ (tra cui una banca), due società commerciali (Cogemat e Primi sui motori) e due cambiali finanziarie. Queste ultime sono quelle di ETT e Buscaini che, in ogni caso, per via della breve durata nonché delle caratteristiche, non sono comunque considerate né tra i minibond né dai fondi chiusi. Con riguardo a Primi sui Motori e a Cogemat, pur trattandosi di società non finanziarie che hanno collocato minibond, il fatto che lo abbiano emesso con il solo scopo di rifinanziare il debito le ha escluse automaticamente dalle analisi.

Tabella 4.3 Risultati del secondo filtro

Titoli ExtraMOT Pro	Data	Tasso	Outstanding in €
Waste Italia	18/11/14	10,50%	200.000.000
Antin Solar Invest.	03/12/14	3,552%-3,371%	85.000.000
K-Flex	02/07/14	6,00%	100.000.000
Twin Set	22/07/14	5,00%	150.000.000
Officine Maccaferri	05/06/14	5,75%	200.000.000
CMC Ravenna	18/07/14	7,50%	300.000.000
Dynamica Retail	22/05/14	6,00%	5.000.000
Tot			1040.000.000

Elaborazioni su dati ExtraMot Pro e Documenti d'Ammissione

⁷⁵ SGG Holding, IFIR, Fide, Meridie, Finint, Banca Etruria

Con il secondo filtro sono state escluse tutte le eventuali emissioni che, pur destinando anche una parte dei proventi del collocamento a progetti di crescita, l'entità delle emissioni è tale da non poter essere considerati tra i minibond (emissioni di importo superiori ai 50 milioni di euro) e, quindi, da non interessare i fondi chiusi. Nello stesso filtro sono stati inclusi anche i titoli che, nonostante il piccolo taglio, sono stati emessi da società che svolgono attività finanziaria o simili.

Come si può osservare dalla tabella 4.3, sei su sette sono titoli di importo elevato legati a imprese non finanziarie e uno, il più piccolo (sia con riferimento all'emittente che al titolo), è un minibond emesso da una società finanziaria.

In tabella 4.4 sono riepilogati i passaggi precedenti, oltre a qualche dato sui volumi assoluti e relativi e sulla dimensione media delle emissioni.

Tabella 4.4 Numero di minibond compatibili con il profilo d'investimento tipico di un fondo chiuso

ExtraMOT Pro (15/12/14)	N. assoluto	N. relativo	Collocato Mio €	Collocato relativo	Media Mio €
Totale	74	100%	4.825	100%	65
<i>Escluse:</i>					
Solo rifinanziamento	-19	25,7%	3.233	67%	170
• Emissioni > 50 Mio €	-9	12%	3.125	65%	347
• Società finanziarie	-6	8%	43,4	9%	7,2
• Società commerciali	-2	2,7%	52,56	1%	26,3
• Cambiali finanziarie	-2	2,7%	11,65	0,2%	5,8
Crescita e sviluppo non compatibili	-7	9,4%	1.040	21,5%	149
• Emissioni > 50 Mio €	-6	8%	1.035	21,4%	173
• Società finanziarie	-1	1,3%	5	0,1%	5
Tot minibond esaminati*	48	64,9%	552	11,4%	11

*minibond di importo inferiore a € 50 milioni, di imprese non finanziarie e destinati alla crescita e sviluppo.

Elaborazioni dati ExtraMot Pro e Documenti d'Ammissione

I minibond che hanno superato tutti i filtri sono dunque solo 48. Sebbene questi rappresentino il 65 per cento delle emissioni totali il loro volume, in termini di ammontare collocato, rappresenta appena l'11 per cento del mercato (€ 552 milioni). Alla data del 15 dicembre 2014, inoltre, dieci emittenti di questi minibond non sono riusciti a collocare l'importo emesso (Tabella 4.5). Per cinque di queste emissioni, nonostante il tasso di interesse sui minibond relativamente alto e i diversi periodi in cui era possibile sottoscrivere le quote, la cifra collocata è stata addirittura inferiore (o pari) alla metà di quella massima emessa, con la probabile conseguenza che l'uso dei proventi indicato nei documenti non sia stato poi del tutto rispettato, riducendo conseguentemente la probabilità di realizzo dei piani strategici.

Tabella 4.5 Imprese che non hanno collocato quanto emesso alla data del 15/12/2014

collocato ≠ emesso	Collocato (A)	Emesso (B)	A/B	collocato ≠ emesso	Collocato	Emesso	A/B
Filca	€ 16.000.000	€ 20.000.000	80,00%	JSH Group	€ 1.800.000	€ 4.950.000	36,36%
GPI	€ 10.250.000	€ 12.000.000	85,42%	Microcinema	€ 1.500.000	€ 3.000.000	50,00%
Grafiche Mazzucchelli	€ 2.500.000	€ 10.000.000	25,00%	Milleuno	€ 9.000.000	€ 30.000.000	30,00%
Innovatec	€ 10.000.000	€ 15.000.000	66,67%	Rsm Italy	€ 1.000.000	€ 2.500.000	40,00%
IPI	€ 16.800.000	€ 20.000.000	84,00%	TE Wind	€ 6.078.000	€ 10.000.000	60,78%
Elaborazioni dati: ExtraMOT Pro e Documenti d'Ammissione				Importo totale	€ 74.928.000	€ 127.450.000	58,79%

Note: in giallo le emissioni che hanno collocato la metà (o meno) dell'importo emesso.

Se si considerasse per tutti e 48 minibond anziché l'importo collocato quello emesso, allora l'ammontare totale salirebbe a € 605 milioni (una differenza di € 53 milioni con l'ammontare collocato).

In tabella 4.6, a pagina seguente, sono invece rappresentati i 48 minibond che d'ora innanzi saranno oggetto di tutte le analisi. Al riguardo va precisato però che, tra le aziende elencate,

si possono individuare otto “casi particolari” che possono indurre a una certa riflessione (celle evidenziate in blu in tabella 4.6). A fine luglio del 2014, un gruppo di otto utility venete, facenti riferimento al consorzio Viveracqua, ha emesso minibond per complessivi 150 milioni di euro sottoscritti dalla BEI (Banca Europea per gli Investimenti), Veneto Banca, fondo pensione Solidarietà Veneto e CRA Brendola. I titoli sono stati veicolati tramite cartolarizzazioni operate da Finint Sgr. La finalità delle operazioni è stata quella di finanziare progetti di manutenzione e miglioramento delle reti idriche esistenti e la realizzazione di nuovi impianti. Si tratta, quindi, del finanziamento di lavori di pubblica utilità, operati da società possedute dagli enti comunali di riferimento. A ulteriore conferma di un’operazione di “debito pubblico” si tratta delle uniche operazioni con scadenza superiore ai 7 anni (hanno tutte scadenza a 20 anni) e con il tasso di interesse fisso più basso tra quelle elencate (4,200%).

Con riguardo alle finalità di questo lavoro di ricerca, pur non trattandosi di puro finanziamento di sviluppo imprenditoriale, appare comunque utile inserire queste otto aziende negli studi successivi, con l’unico accorgimento che, trattandosi di un bond di filiera, da questo punto in poi le aziende del consorzio verranno considerate come una sola, (con il nome di Viveracqua), come del resto i titoli da loro emessi. Per cui da 48 titoli si passa a 41.

Tabella 4.6 Emissioni compatibili con il profilo di investimento di un fondo chiuso

Titoli ExtraMOT Pro	Data	Tasso	Outstanding in Mio €	Titoli ExtraMOT Pro	Data	Tasso	Outstanding in Mio €
Caar	01/07/13	6,500%	3,00	Trevi Fin Industriale	28/07/14	5,250%	50,00
Filca	30/09/13	6,000%	16,00	Bim Gsp	29/07/14	4,200%	5,00
Sudcommerci	09/10/13	6,000%	22,00	Acque del Chiampo	29/07/14	4,200%	13,00
Grafiche Mazzucchelli	07/11/13	8,000%	2,50	Acque basso Livenza	29/07/14	4,200%	14,00
Milleuno Bingo	15/11/13	Ebor3M+5,6	9,00	ASI	29/07/14	4,200%	15,00
Iacobucci HF	20/12/13	8,000%	4,95	AVS	29/07/14	4,200%	18,00
Alessandro rosso	20/12/13	10,000%	4,00	Acque Vicentine	29/07/14	4,200%	26,00
GPI	23/12/13	5,500%	10,25	CVS	29/07/14	4,200%	29,10
Microcinema	29/01/14	8,125%	1,50	ETRA Spa	29/07/14	4,200%	29,90
JSH Group	31/01/14	7,500%	1,80	MPG Plast	31/07/14	Ebor3M+4,2	3,00
TerniEnergia	06/02/14	6,875%	25,00	GSI Group	06/08/14	6,750%	5,40
Bomi Italia	31/03/14	7,250%	1,50	S.I.G.I.T Spa	11/08/14	6,250%	6,00
IPI Spa	10/04/14	7,000%	16,80	Eurotranciaturo	14/08/14	5,000%	5,00
Tesmec	10/04/14	6,000%	15,00	GRUPPO PSC	14/08/14	6,000%	5,00
Rsm Italy	17/04/14	8,000%	1,00	Tesi	29/09/14	5,900%	2,00
Enna Energia	16/05/14	5,000%	3,20	SIPCAM	30/09/14	6,500%	15,00
Sea Spa	30/05/14	6,000%	3,00	Molinari	06/10/14	6,100%	5,00
IMI Fabi	03/06/14	6,300%	7,00	INGlass	07/10/14	5,900%	8,00
Selle Royal	25/06/14	5,750%	10,00	Mep	08/10/14	5,750%	5,00
Fri-El Biogas	11/07/14	4,900%	12,00	Geodata Engineering	10/10/14	6,200%	7,00
E.S.TR.A.	14/07/14	5,000%	50,00	Enerventi	15/10/14	Ebor6M+5,7	8,50
Rigoni di Asiago	18/07/14	6,250%	7,00	Exprivia Healthcare	17/10/14	5,200%	5,00
Coswell	21/07/14	6,800%	15,00	Innovatec	21/10/14	8,000%	10,00
TE Wind	23/07/14	6,000%	6,08	TBS Group	30/10/14	6,500%	15,00
				Tot .			552,48

Elaborazioni su dati ExtraMOT Pro

Nota: sottolineate in blu le aziende del consorzio Viveracqua, in grassetto i minibond sottoscritti dai fondi chiusi.

4.1.2 Uso dei Proventi

Dall’analisi dei 41 minibond selezionati si è potuto discriminare le imprese in due macro categorie rappresentative dell’uso dei proventi:

- uso esclusivo per il finanziamento del piano industriale orientato alla crescita e allo sviluppo;

- utilizzo misto (per lo sviluppo del piano industriale e marginalmente per il rifinanziamento del debito preesistente).

Tabella 4.7 *Usa dei Proventi dei 41 emittenti*

Titoli ExtraMOT Pro	Azione/Obiettivo dell'emissione	Internazionalizzazione/ consolidamento estero	Allungamento Del debito	Outstanding in mio €
Caar	Acquisto nuovi impianti all'estero (core business)	SI	SI	3,00
Filca	Attività operativa e investimenti per la realizzazione di case			16,00
Sudcommerci	Costruzione di un centro commerciale		SI	22,00
Grafiche Mazzucchelli	Crescita per vie esterne tramite acquisizioni (core business)		SI	2,50
Milleuno Bingo	Acquisizione nuovi Asset legati al core business		SI	9,00
Iacobucci HF	Aumento della capacità produttiva e dei prodotti offerti	SI		4,95
Alessandro Rosso	Ampliamento offerta commerciale e attività ordinaria			4,00
GPI	Espansione interna e esterna all'estro (core business)	SI		10,25
Microcinema	Crescita dimensionale per linee interne		SI	1,50
JSH Group	Crescita interna con incremento numero Asset gestiti (core business)		SI	1,80
TerniEnergia	Costituzione nuovi impianti all'estero, aumento capacità produttiva	SI		25,00
Bomi Italia	Acquisizioni all'estero (core business)	SI		1,50
Tesmec	Crescita dimensionale, investimenti in tecnologia e nuovi prodotti	SI	SI	15,00
IPI Spa	Efficientamento Asset di portafoglio			16,80
Rsm Italy	Riorganizzazione, potenziamento canale commerciale e crescita interna		SI	1,00
Enna Energia	Aumentare la capacità produttiva tramite costruzione nuovi impianti			3,20
Sea Spa	Crescita per linee interne e esterne (core business)			3,00
IMI Fabi	Conclusioni costruzione impianto all'estero	SI		7,00
Selle Royal	Crescita per linee interne (core business), gestione operativa	SI	SI	10,00
Fri-El Biogas	Crescita dimensionale sia per linee interne che esterne (core business)		SI	12,00
E.S.T.R.A.	Espansione attività zone limitrofe			50,00
Rigoni di Asiago	Aumento capacità produttiva, creazione nuovo impianto	SI		7,00
Coswell	Crescita operativa, innovazione di prodotto, valorizzazione del gruppo	SI	SI	15,00
TE Wind	Creazione di nuovi impianti e attivazione di partnership (core business)		SI	6,08
Trevi Fin Industriale	Potenziamento core business, ingresso in nuove attività, sviluppo prodotti	SI		50,00
Viveracqua	Adeguamento impianti			150,00
MPG Plast	Aumentare la capacità produttiva, acquisto di nuovi macchinari	SI	SI	3,00
GSI Group	Aumento capacità produttiva e creazione di nuovi impianti all'estero	SI	SI	5,40
S.I.G.I.T	Acquisizione di nuovi impianti all'estero (core business)	SI		6,00
Eurotrancitura	Aumento capacità produttiva, acquisto impianti all'estero (core business)	SI	SI	5,00
GRUPPO PSC	Incremento capacità operativa per linee interne	SI	SI	5,00
Tesi Square	Crescita dimensionale per linee interne e esterne	SI	SI	2,00
Sipcam	Crescita dimensionale interna, sviluppo nuovi prodotti	SI	SI	15,00
Molinari	Acquisizioni in zone limitrofe (core business)			5,00
INGlass	Acquisizione impianto all'estero (core business)	SI		8,00
Mep	Sviluppo e produzione di nuovi prodotti, efficientamento impianti	SI		5,00
Geodata	Efficientamento processi, diversificazione attività, crescita per linee esterne	SI		7,00
Enverventi	Crescita dimensionale, efficientamento e aumento gestione operativa			8,50
Exprivia Healthcare	Costituzione nuovi impianti operativi all'estero (core business)	SI	SI	5,00
Innovatec	Efficientamento tecnologico (core business)			10,00
TBS Group	Investimenti in nuove attività e tecnologie, ingresso nuovi mercati	SI	SI	15,00
Elaborazioni dati: Documenti d'Ammissione, roadshow e interviste.				Tot. 552,5

Note: in verde le imprese con l'esclusivo obiettivo di finanziare progetti di crescita. In arancione le imprese con un obiettivo misto. In **grassetto** i 18 titoli sottoscritti anche dai fondi chiusi.

Dalla lettura della tabella 4.7, su 41 aziende emittenti, 28 (68,3%) hanno emesso titoli con l'esclusivo scopo di finanziare progetti di crescita e 13 (31,7%) un obiettivo misto (seppur principalmente per la crescita). I fondi chiusi inoltre, sembrano meno interessati a imprese con obiettivi misti (solo 4 investimenti su 18 rispondono a questo profilo). Come si può leggere dai documenti ufficiali degli emittenti, l'uso dei proventi, dopo aver ripagato in alcuni casi le spese di strutturazione e collocamento del titolo e dopo aver aiutato la disintermediazione bancaria (pur non essendo possibile in alcuni casi distinguere nel dettaglio che tipo di investimenti si tratti), è stato impiegato principalmente per:

- a) finanziare progetti di crescita per linee interne (mediante investimenti per lo sviluppo di nuove aree di business, e/o per il rafforzamento delle attuali aree, e/o per ampliare l'offerta e la qualità commerciale),

- b) finanziare progetti di crescita per linee esterne (mediante acquisizioni e/o partecipazioni di nuove aziende attive in settori coerenti con il core business aziendale),
- c) finanziare progetti di crescita, sia per linee interne che esterne.

Alcuni emittenti intendono poi impiegare parte dei fondi raccolti, in attività di ricerca e sviluppo di nuovi prodotti e tecnologie (MEP, Iacobucci, Sipcam, Tesmec, TBS, Trevi e Coswell). Tra gli scopi principali, 8 aziende (colorate di azzurro nella tabella 4.7) intendono anche internazionalizzarsi o, semplicemente, entrare in mercati esteri. Altre 15, invece, intendono rafforzare o diversificare ancora di più la loro posizione all'estero. Ben 23 imprese in totale sono, quindi, orientate ai mercati esteri, confermando l'idea che c'è un grosso potenziale per le imprese che operano o che vogliono operare all'estero, nonché un grosso interesse da parte degli investitori. Soprattutto da parte dei fondi chiusi (il 72% dei minibond legati ai fondi risponde a questo profilo).

Tra gli scopi che hanno spinto gli emittenti a scegliere lo strumento alternativo dei minibond, alcuni hanno affermato di usarlo come mezzo per testare la loro struttura organizzativa in vista di una potenziale IPO. Quindi, come uno strumento utile a respirare l'aria del mondo finanziario e dei mercati regolamentati. Queste sono coloro che fanno parte del gruppo Elite di Borsa Italiana (tra cui: Bomi, GSI, Iacobucci, Rigoni di Asiago, Coswell, GPI, Alessandro Rosso, Mep, INglass⁷⁶). Le imprese del gruppo Elite rappresentano un grosso potenziale per l'ExtraMOT Pro. Ai primi di dicembre erano 11 (su 200⁷⁷) le società del gruppo Elite che avevano emesso titoli sul mercato e 9 di queste sono ricomprese tra i 41 titoli appena visti. Anche le sei aziende già quotate sul mercato azionario del gruppo AIM (TBS, TE Wind e Innovatec) e dell'MTA (Tesmec, Trevi e TerniEnergia) hanno fatto notare che la scelta di rivolgersi all'ExtraMOT Pro è da ricollegarsi al rafforzamento delle loro strutture e dei loro rapporti in materia di mercati finanziari⁷⁸.

20 aziende poi, oltre a diversificare le fonti di finanziamento con strumenti a medio-lungo termine (obiettivo valido per tutti), desiderano allungare la durata media del loro indebitamento per ridurre il peso delle passività finanziarie a breve termine sul passivo corrente e migliorare conseguentemente gli equilibri tra fonti e impieghi. Per molte aziende infatti, diventa difficile reperire dal canale bancario prestiti con scadenze pari o superiori ai 5 anni (se non alla presenza di garanzie reali), anche quando godono di un ottimo merito di credito. Interessante poi è il fatto che, alcuni emittenti, in seguito ai collocamenti pubblici, hanno registrato un miglioramento nel loro accesso (in termini di forza contrattuale) al canale bancario (tra cui Bomi)⁷⁹. In tabella 4.8 il riassunto sulla tipologia di minibond che presentano le maggiori potenzialità per le imprese non finanziarie del prossimo anno.

Tabella 4.8 riassunto schematico dell'uso dei proventi e degli obiettivi strategici principali

Utilizzo dei proventi	Numero	Collocato in Mio €	Media in mino €
Crescita per linee interne	26	466,75	17,95
Crescita per linee esterne (core business)	8	40,40	5,05
Crescita per linee interne e esterne	7	45,33	6,47
Obiettivi strategici e secondari osservati	Numero		
Internazionalizzarsi o espandere la propria attività all'estero	8		
Consolidare e diversificare la propria posizione all'estero	15		
Innovare e sviluppare nuovi prodotti	7		
Allungare la scadenza del debito per migliorare gli equilibri di bilancio	20		
Accrescere le conoscenze e gestire le relazioni con il mercato finanziario	14		

Elaborazioni dati Documenti d'Ammissione, interviste dirette e Roadshow.

⁷⁶ Interviste telefoniche agli emittenti e agli investitori.

⁷⁷ Elaborazioni su dati di Borsa Italiana segmento Elite.

⁷⁸ Fonti: Roadshow e video su youtube per TE Wind, TBS, Tesmec e Trevi. Interviste telefoniche per Innovatec e TerniEnergia.

⁷⁹ Fonti: I Mini-bond istruzioni per l'uso, Roberto Calugi et. al, Consorzio Camerale per il credito e la finanza, novembre 2014.

4.2 Caratteristiche dei minibond e analisi sui coupon

Dopo aver selezionato i soli minibond collegati a progetti di “crescita e sviluppo” di aziende non finanziarie quotati sull’ExtraMOT Pro, si può passare ad osservare qualche loro caratteristica e le prime tendenze sui tassi cedolari. Fin da subito va detto che, dato il numero ristretto del campione (41), analisi di tipo econometrico non hanno dato origine a risultati significativi, per cui d’ora innanzi, si è proceduto con analisi su tabelle pivot, in grado comunque di permettere l’individuazione delle prime tendenze del mercato.

Tabella 4.9 *Principali caratteristiche dei 41 minibond*

Emittente	Data emissione	Maturity (anni)	Coupon	Emesso €	Collocato €	opzioni	Rating	Tipologia di rimborso	Covenant finanziari	Altri Covenant	garante
Alessandro rosso	20/12/13	5	10,00%	4.000.000	4.000.000	Call/Put	-	Bullet		Si	
Bomi Italia	31/03/14	3	7,25%	1.500.000	1.500.000	Call/Put	-	Bullet	Si		
Caar	01/07/13	5	6,50%	3.000.000	3.000.000	-	unsolicited	Amortizing			
Coswell	21/07/14	5	6,80%	15.000.000	15.000.000	Put	B1.1	Bullet	Si	Si	
E.S.T.R.A.	14/07/14	5	5,00%	50.000.000	50.000.000	Put	B1.1	Bullet	Si	Si	
Enerventi	15/10/14	7	Eur6m+5,7	8.500.000	8.500.000	-	-	Amortizing			
Enna Energia	16/05/14	5	5,00%	3.200.000	3.200.000	Call/Put	-	Amortizing		Si	
Eurotranciatara	14/08/14	5	5,00%	5.000.000	5.000.000	Put	unsolicited	Amortizing		Si	
Exprivia healthcare	17/10/14	4	5,20%	5.000.000	5.000.000	Put	unsolicited	Amortizing	Si	Si	Exprivia
Filca	30/09/13	6	6,00%	20.000.000	16.000.000	-	BBB+	Amortizing			
Fri-El Biogas Holding	11/07/14	7	4,90%	12.000.000	12.000.000	Call/Put	unsolicited	Amortizing	Si	Si	
Geodata Engineering	10/10/14	6	6,40%	7.000.000	7.000.000	Call/Put	unsolicited	Amortizing	Si	Si	Geodata
GPI	23/12/13	4,5	5,50%	12.000.000	10.250.000	-	-	Bullet		Si	
Grafiche Mazzucchelli	07/11/13	6	8,00%	10.000.000	2.500.000	Call	-	Bullet			
GRUPPO PSC	14/08/14	5	6,00%	5.000.000	5.000.000	Call/Put	unsolicited	Amortizing		Si	
GSI Group	06/08/14	5	6,75%	5.400.000	5.400.000	Put	B1.1	Bullet	Si	Si	
Iacobucci HF	20/12/13	4	8,00%	4.950.000	4.950.000	Call	BB+	Amortizing			
IMI Fabi	03/06/14	6	6,30%	7.000.000	7.000.000	Put	unsolicited	Amortizing	Si	Si	
INglass	07/10/14	7	5,90%	8.000.000	8.000.000	Call/Put	unsolicited	Amortizing	Si	Si	
Innovatec	21/10/14	6	8,125%	15.000.000	10.000.000	Call/Put	BB- (Kinexia)*	Amortizing	Si	Si	Kinexia**
IPI	10/04/14	7	7,00%	20.000.000	16.800.000	-	-	Amortizing			Secured
JSH Group	31/01/14	5	7,50%	4.950.000	1.800.000	-	B	Amortizing			
MEP	08/10/14	5	5,75%	5.000.000	5.000.000	Call/Put	unsolicited	Amortizing		Si	
Microcinema	29/01/14	3	8,125%	3.000.000	1.500.000	Put	-	Bullet		Si	
Milleuno Bingo	15/11/13	5	Eur3m+5,6	30.000.000	9.000.000	Call/Put	-	Amortizing	Si	Si	
Molinari Spa	06/10/14	5	6,10%	5.000.000	5.000.000	Put	unsolicited	Amortizing		Si	
MPG Plast	31/07/14	5	Eur3m+4	3.000.000	3.000.000	Call/Put	-	Amortizing		Si	
Rigoni di Asiago	18/07/14	5	6,25%	7.000.000	7.000.000	Put	A3.1	Bullet	Si	Si	
Rsm Italy	17/04/14	5	8,00%	2.500.000	1.000.000	Call	-	Bullet			
S.I.G.I.T Spa	11/08/14	5	6,25%	6.000.000	6.000.000	Call/Put	unsolicited	Amortizing	Si	Si	SIGIT PL
Sea Spa	30/05/14	5	6,00%	3.000.000	3.000.000	Put	BB+	Amortizing	Si	Si	
Selle Royal	25/06/14	5	5,75%	10.000.000	10.000.000	Call/Put	unsolicited	Amortizing	Si	Si	
SIPCAM	30/09/14	5	6,50%	15.000.000	15.000.000	Put	B1.1	Bullet	Si	Si	Secured
Sudcommerci	09/10/13	5	6,00%	22.000.000	22.000.000	Call/Put	-	Bullet		Si	
TBS Group	30/10/14	5	6,50%	15.000.000	15.000.000	Call/Put	B1.1	Bullet	Si	Si	
TerniEnergia	06/02/14	3	6,875%	25.000.000	25.000.000	Put	-	Bullet	Si	Si	
Tesi Square	29/09/14	5	5,60%	2.000.000	2.000.000	Put	-	Amortizing	Si	Si	
Tesmec	10/04/14	7	6,000%	15.000.000	15.000.000	Put	A2.2	Bullet	Si	Si	
Trevi Fin Industriale	28/07/14	5	5,25%	50.000.000	50.000.000	Put	A2.1	Bullet	Si	Si	
TE Wind	23/07/14	6	6,00%	10.000.000	6.078.000	-	-	Bullet			
Viveracqua	29/07/14	20	4,20%	150.000.000	150.000.000	Call/Put	unsolicited	Amortizing	Si	Si	

Nota: le società del consorzio Viveracqua presentano tutte le medesime caratteristiche e il valore collocato è pari al totale collocato dalle 8 società. In azzurro i titoli sottoscritti anche dai fondi chiusi. Il rating è quello disponibile al momento dell’emissione del titolo. *Il rating è riferito alla capogruppo Kinexia che garantisce personalmente l’emittente Innovatec. ** anche Volteo, altra società del gruppo Kinexia, funge da garante per Innovatec.

Elaborazioni su dati Documenti d’Ammissione e ExtraMOT Pro

Guardando la tabella 4.9 si notano tre minibond con tasso cedolare variabile (Milleuno, Enerventi e MPG). Con riguardo a questi ultimi, d’ora innanzi (per tutti i paragrafi successivi del capitolo 4) verrà considerato il tasso dichiarato nel sito internet di Borsa Italiana, nella sezione dedicata all’ExtraMOT Pro, il giorno 15 dicembre 2014 (5,771%.

5,879% e 4,209%, rispettivamente).

Tutti i 41 minibond sono obbligazioni ordinarie (*senior*). Nessuna è convertibile, partecipativa, subordinata e/o combinazioni di queste due. Ad eccezione di soli due titoli (IPI e Sudcommerci⁸⁰) sono tutte obbligazioni *unsecured* (senza garanzie reali) e senza garanzie autonome fornite da soggetti esterni istituzionali (Sace, Confidi e Fondo di Garanzia delle PMI). Le obbligazioni *secured* seppur poco confrontabili (in termini di tassi di interesse) con le altre, sono state comunque considerate in molte analisi sui tassi di interesse, in quanto il loro effetto distorsivo sulle tendenze è risultato essere marginale.

Tre emissioni sottoscritte da fondi chiusi (Geodata Engineering, Exprivia Healthcare e SIGIT), sono garantite da fidejussioni emesse da rispettive capogruppo (Geodata e Exprivia) o controllate (SIGIT). Innovatec, invece, sarà garantita (garanzia autonoma a prima domanda) da Volteo e Kinexia, qualora altri soggetti (oltre all'attuale unico investitore) dovessero partecipare al collocamento che si conclude a metà 2015.

Si procede quindi ad analizzare le prime tendenze del mercato tra i tassi di interesse dei minibond e le principali caratteristiche di questi ultimi, distinguendo, quando possibile, tra il caso generale (campione dei 41) e i casi in cui i minibond sono stati sottoscritti dai fondi chiusi (campione dei 18), oppure no (campione dei 23).

4.2.1 Confronti sui coupon: analisi generale e evoluzione nel tempo

Tabella 4.10 Confronto sui tassi: analisi generale

Investitori	N.	Coupon Medio	Min	Max	Dev. Stn.	Collocato	Min	Max	Emesso
Fondi chiusi	18	5,868%	4,90%	6,80%	0,565%	€ 192.250.000	€ 3.000.000	€ 50.000.000	€ 215.000.000
Altri	23	6,636%	4,20%	10,00%	1,388%	€ 360.228.000	€ 1.000.000	€ 150.000.000*	€ 390.000.000
Tot.	41	6,299%	4,20%	10,00%	1,159%	€ 552.478.000	€ 1.000.000	€ 150.000.000*	€ 605.000.000

*importo totale collocato dal consorzio Viveracqua.

Elaborazioni su dati ExtraMOT Pro e Documenti d'Ammissione

In tabella 4.10 si può notare che i tassi cedolari variano tra un 4,2% (oppure un Euribor a 3 mesi + 400 bps di MPG) e un 10%. Se si considera, invece, l'80-90% del campione centrale, allora i tassi variano più o meno nel range compreso tra il 5% e l'8%. Anche tra i titoli non sottoscritti dai fondi, se non si considera l'emissione totale di Viveracqua, vi è un minibond da € 50 milioni (Trevi).

I minibond sottoscritti anche dai fondi pagano un tasso di interesse medio minore di circa 77 bps (compresa una deviazione standard minor di circa 82 bps) rispetto agli altri e, a parte due eccezioni (GPI e Milleuno)⁸¹, hanno collocato sul mercato l'intero importo emesso. Le altre otto aziende (si veda tabella 4.5) che non sono riuscite a collocare quanto emesso, sono quindi ricomprese tra i minibond non sottoscritti dai fondi. Facendo affidamento ai soli dati riportati in tabella 4.10 e ipotizzando che a un minor tasso corrisponde un minor rischio (miglior rating)⁸², sembrerebbe che i fondi si sono interessati ai soli titoli i cui emittenti godono mediamente di una miglior creditworthiness rispetto agli altri 23. Dopotutto, i fondi chiusi sottoscrivono solitamente quote rilevanti nei minibond che selezionano, per cui non sono interessati più di tanto ai rendimenti elevati (superiori al 7 per cento), piuttosto alla

⁸⁰ L'emissione di IPI è stata completamente garantita da un'ipoteca di primo grado iscritta su tre immobili situati in Firenze, Genova e Torino per un ammontare di € 27 milioni. L'emissione di Sudcommerci è stata garantita da ipoteche di primo, secondo e terzo grado per un valore totale massimo di 50 milioni di euro.

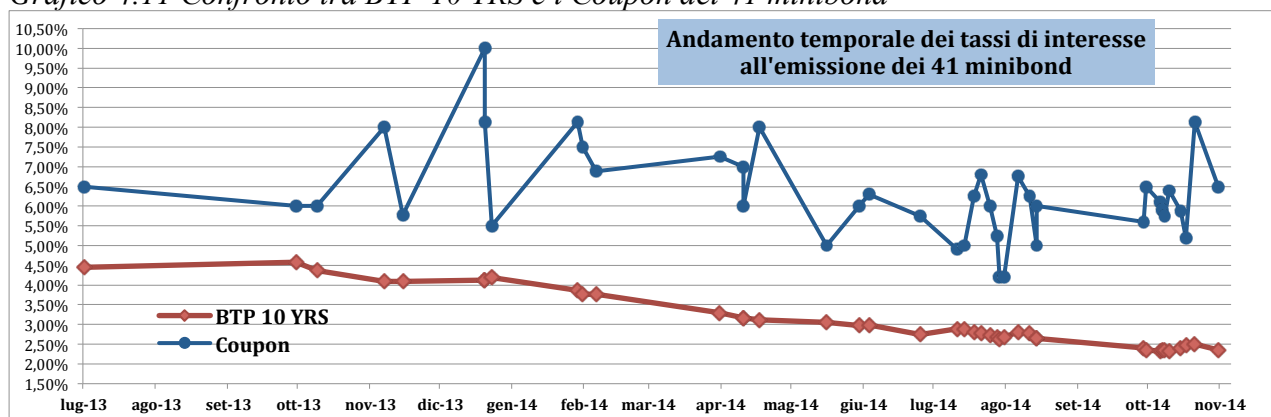
⁸¹ Se per GPI l'importo collocato non è distante da quello emesso (€ 10,25 su 12 milioni), Milleuno, al contrario, ha collocato meno di un terzo di quanto emesso. Probabilmente perché attiva nel settore dei giochi d'azzardo (poco interessante per i fondi chiusi e per gli investitori in generale).

⁸² Purtroppo solo 13 titoli presentano un rating pubblico, per cui analisi puntuali sulla qualità degli emittenti si osserveranno solo nell'ultimo paragrafo di questo capitolo.

possibilità di non incorrere nei default dell'emittente.

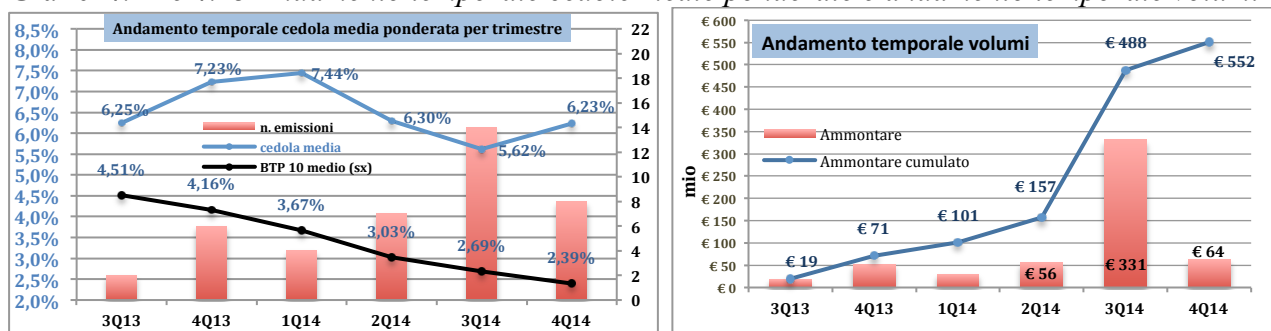
Ciò che potrebbe attenuare la tendenza appena citata è l'evoluzione temporale del mercato. Per cui gli ultimi titoli emessi, tra cui (appunto) la maggior parte di quelli sottoscritti dai fondi chiusi⁸³, possono sicuramente aver goduto del calo dei rendimenti sui titoli di Stato italiani⁸⁴ (in tabella 4.11 l'esempio con il BTP a 10 anni). Tuttavia, se si confrontano la maggior parte dei titoli emessi prima di gennaio 2014 (che non hanno collocato quanto emesso) con quelli successivi, il differenziale tra BTP a 10 anni e coupon è aumentato. Il motivo è dipeso dal fatto che i primi sono stati costruiti su iniziativa degli stessi emittenti e sono dipesi più dalle loro preferenze piuttosto che da quelle del mercato (scarsi covenant e opzioni put). Pur collocando i titoli a tassi più elevati rispetto a quelli del 2014, non sono stati comunque in grado di riflettere adeguatamente le aspettative degli investitori. Probabilmente al momento dei collocamenti gli stessi emittenti speravano anche in un calo degli *yield to maturity* successivo, che comunque non ha avuto alcun effetto (se non forse per il casi di GPI e Filca). Successivamente, all'ingresso dei fondi chiusi e di BPVi⁸⁵ come *originator* e "strutturatori" delle operazioni, invece, il tasso di interesse è dipeso più dalle preferenze degli investitori piuttosto che da quelle degli emittenti (tutti i loro titoli presentano covenant e sono stati interamente sottoscritti).

Grafico 4.11 Confronto tra BTP 10 YRS e i Coupon dei 41 minibond



Elaborazioni su dati ExtraMOT Pro e Borsa Italiana.

Grafici 4.12 e 4.13 Andamento temporale cedole medie ponderate e andamento temporale volumi



Elaborazioni su dati ExtraMOT Pro e Borsa Italiana.

In ogni caso poi il tasso medio delle cedole si è abbassato anche per il fatto che la maggior parte delle ultime emissioni hanno rating *investment grade* o BB/BB+.

Nel grafico 4.12 si può osservare che, in corrispondenza del forte ingresso dei fondi chiusi

⁸³ Escludendo Milleuno e GPI, tutti gli altri sono stati emessi a partire da maggio 2014.

⁸⁴ Gli *yield to maturity* dei titoli di Stato per diverse scadenze rappresentano, infatti, una delle componenti principali nei modelli di pricing dei minibond.

⁸⁵ BPV è il primo operatore del mercato con dieci titoli quotati al 31 dicembre del 2014 e che effettua solo collocamenti con assunzione di garanzia.

nel mercato (ultimi tre trimestri del 2014), il tasso medio si sia stabilizzato su valori medi inferiori al 6,3 per cento, seguendo soprattutto il miglior livello medio degli emittenti (come si vedrà nei prossimi paragrafi).

Nello stesso periodo sono concentrate anche il maggior numero di emissioni e di volumi collocati (grafico 4.13). Il notevole numero di emissioni (14) nel terzo trimestre del 2014 può collegarsi anche a fenomeni stagionali. La maggior parte delle imprese che emettono corporate bond lo fanno dopo aver approvato i bilanci e dopo averli presentati agli investitori. Dato che la maggior parte dei bilanci vengono approvati tra aprile e giugno e che i *roadshow* possono durare anche più di un mese, è normale la presenza di molte emissioni solo nel terzo trimestre (tutte le aziende che hanno emesso i titoli in questo periodo avevano anche appena approvato i bilanci). Cosa forse più interessante è anche l'elevato numero di emissioni tra settembre e ottobre 2014⁸⁶. Se un'azienda vuole aspettare i risultati di bilancio prima di pensare di emettere un minibond sa che se lo approva entro fine giugno difficilmente riuscirà ad emetterlo sul mercato prima di tre/quattro mesi.

4.2.2 Confronto sui coupon: ammontare emesso e maturity

Tabella 4.14 confronto tra coupon e ammontare emesso

Minibond per classi di ammontare Emesso							
Tutti 41	Numero	Cupon medio	Min	Max	Dev. std.	Collocato €	Emesso €
< 5 Mio €	11	6,937%	4,209%	10,000%	1,667%	28.950.000	35.100.000
> 10 Mio €	15	6,028%	4,200%	8,125%	0,990%	431.050.000	466.000.000
5 - 10 Mio €	15	6,102%	5,000%	8,000%	0,686%	92.478.000	103.900.000
Fondi 18	Numero	Cupon medio	Min	Max	Dev. std.	Collocato €	Emesso €
< 5 Mio €	1	6,000%				3.000.000	3.000.000
> 10 Mio €	7	5,853%	4,900%	6,800%	0,764%	126.250.000	149.000.000
5 - 10 Mio €	10	5,865%	5,000%	6,400%	0,461%	63.000.000	63.000.000
Altri 23	Numero	Cupon medio	Min	Max	Dev. std.	Collocato €	Emesso €
< 5 Mio €	10	7,031%	4,209%	10,000%	1,727%	25.950.000	32.100.000
> 10 Mio €	8	6,181%	4,200%	8,125%	1,184%	304.800.000	317.000.000
5 - 10 Mio €	5	6,576%	5,879%	8,000%	0,863%	29.478.000	40.900.000

Elaborazioni su dati ExtraMOT Pro e Documenti d'Ammissione.

Raggruppando i minibond in tre classi dimensionali si può osservare che quelli di importo maggiore alla misura standard (€ 5 milioni), pagano mediamente un tasso cedolare più basso rispetto ai titoli più piccoli. Il motivo per cui i minibond più piccoli pagano in media di più, non è da attribuire necessariamente alla dimensione delle imprese. Il motivo va ricercato sia nel diverso periodo in cui sono stati emessi gli uni e gli altri⁸⁷ sia sulla qualità dei loro emittenti.

Cosa più interessante è che i fondi chiusi, anche nella realtà (e non solo in teoria) sembrano avere uno scarso interesse per minibond di importo inferiore a € 5 milioni (eccezione per il minibond da 3 milioni di Sea).

Per quanto riguarda la scadenza (*maturity*) dei minibond, la prevalenza nel mercato e tra i titoli legati ai fondi è di minibond con durata superiore o uguale ai 5 anni (85 e 88 per cento, rispettivamente). Teoricamente il tasso di interesse pagato su titoli illiquidi come i minibond dovrebbe essere strettamente legato alla durata dei titoli stessi. Tuttavia, per l'ancora scarso numero di dati disponibili, tale fattore non può essere ancora osservato.

⁸⁶ a novembre e nei primi giorni di dicembre non sono stati emessi ulteriori minibond compatibili

⁸⁷ La maggior parte delle piccole emissioni sono state emesse quando lo spread BTP-Bund era ancora elevato.

4.2.3 Confronto sui coupon: rating

Dalla tabella 4.9, solo dodici minibond presentano un rating pubblico, tra cui quattro di Crif e otto di Cerved (strutturati da Banca Popolare di Vicenza). La maggior parte dei rating *unsolicited* (11 su 13) è collegata a minibond sottoscritti anche da fondi. Questi ultimi, a detta degli stessi fondi o sulla base delle loro preferenze (si rimanda al capitolo 2.1.3), non sono mai inferiori alla classe BB.

A livello generale solo due società, per il momento, hanno aggiornato i loro rating pubblici ed entrambe hanno subito dei *downgrade*. Il titolo Filca è passato da un rating A- a BBB+ al momento del collocamento, poi a un BB+ e infine a B-. Il titolo Iacobucci HF per il momento ha perso solo un gradino (da BB+ a BB)⁸⁸. Nonostante l'attuale somiglianza del rischio emittente, e le caratteristiche generali dei due titoli, Iacobucci HF paga comunque ben 200 punti base in più rispetto a Filca. Quest'ultima però, a differenza di Iacobucci HF non è riuscita a piazzare sul mercato l'intero ammontare desiderato (16 milioni di euro anziché 20), giustificabile forse per il fatto che si tratta di un'impresa attiva in un settore poco attraente (costruzioni abitative) e quindi che il tasso cedolare può non essere stato in linea con quello desiderato dalla maggior parte degli investitori (oltre a non avere covenant). Caso particolare riguarda invece Innovatec e il rating della capogruppo kinexia che, proprio in prossimità dell'emissione del titolo della controllata, ha subito un *downgrade* da Crif passando da *investment* a *sub-investment grade* (da BBB- a BB-) e con *credit watch* negativo⁸⁹. Ad Innovatec, come nel sotto paragrafo 2.4.3, è stato associato il rating della capogruppo (Kinexia). In tabella 4.15 si nota che, a livello generale, nonostante il campione ristretto, il diverso arco temporale e la scarsa disponibilità di dati, i titoli con rating *investment grade* o *unsolicited* pagano mediamente meno rispetto a quelli *sub-investment grade* e a quelli senza rating. Differenze numeriche non risulterebbero comunque corrette.

Tabella 4.15 Confronto tra coupon e rating degli emittenti

Tutti 41	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. std.	Collocato	Emesso
A	3	5,833%	5,250%	6,250%	0,520%	€ 72.000.000	€ 72.000.000
(<i>unsolicited</i>)	13	5,712%	4,200%	6,500%	0,690%	€ 228.000.000	€ 228.000.000
BBB	6	6,258%	5,000%	6,800%	0,679%	€ 120.400.000	€ 116.400.000
-	15	6,614%	4,209%	10,000%	1,485%	€ 116.328.000	€ 156.700.000
BB	3	7,375%	6,000%	8,125%	1,192%	€ 17.950.000	€ 22.950.000
B	1	7,500%	7,500%	7,500%		€ 1.800.000	€ 4.950.000
Fondi 18	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. std.	Collocato	Emesso
-	2	5,636%	5,500%	5,771%		€ 19.250.000	€ 42.000.000
(<i>unsolicited</i>)	11	5,777%	4,900%	6,400%	0,526%	€ 75.000.000	€ 75.000.000
BB	1	6,000%				€ 3.000.000	€ 3.000.000
BBB	4	6,200%	5,000%	6,800%	0,812%	€ 95.000.000	€ 95.000.000
Altri 23	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. std.	Collocato	Emesso
(<i>unsolicited</i>)	2	5,350%	4,200%	6,500%		€ 153.000.000	€ 153.000.000
A	3	5,833%	5,250%	6,250%	0,520%	€ 72.000.000	€ 72.000.000
BBB	2	6,375%	6,000%	6,750%		€ 25.400.000	€ 21.400.000
-	13	6,764%	4,209%	10,000%	1,545%	€ 97.078.000	€ 114.700.000
B	1	7,500%				€ 1.800.000	€ 4.950.000
BB	2	8,063%	8,000%	8,125%		€ 14.950.000	€ 19.950.000

Note: il rating è quello disponibile al momento del collocamento. Quando disponibile il rating pubblico i minibond sono stati raggruppati in classi di rating omogenee: A, BBB, BB e B. **Elaborazioni su dati ExtraMOT Pro e Documenti d'Ammissione**

In ogni caso, per i primi il tasso di interesse non supera mai il 6,8%. Tra i 18 minibond sottoscritti dai fondi, le uniche due senza rating sono anche quelle che non hanno collocato per intero i loro minibond (GPI e Milleuno)⁹⁰. Aspetto interessante emerso dall'analisi è

⁸⁸ Fonte: Crif rating Agency

⁸⁹ per l'attesa del completamento dell'operazione di acquisizione di Waste Italia

⁹⁰ GPI si ricorda che non ha ancora fino il periodo di offerta e in ogni caso la differenza tra collocato e emesso è relativamente modesta.

anche il fatto che, tutte le società con rating *unsolicited*, rating pubblico *investment grade* e BB+, a parte Filca, hanno collocato quanto emesso. Quindi, il rating di un'agenzia esterna (riconosciuta dall'ESMA) potrebbe aver aiutato le emissioni, qualora l'emittente si fosse rivolto a un fondo o avesse raggiunto almeno la classe BB+.

4.2.4 Confronto sui coupon: tipologia di rimborso

Tabella 4.16 Confronto tra tipologia di rimborso e coupon

Tutti 41	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. stnd.	Collocato	Emesso
<i>Amortizing</i>	24	5,972%	4,200%	8,125%	1,000%	€ 306.250.000	€ 342.600.000
<i>Bullet</i>	17	6,753%	5,000%	10,000%	1,245%	€ 246.228.000	€ 262.400.000
Fondi 18	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. stnd.	Collocato	Emesso
<i>Amortizing</i>	13	5,794%	4,900%	6,400%	0,484%	€ 87.000.000	€ 108.000.000
<i>Bullet</i>	5	6,060%	5,000%	6,800%	0,770%	€ 105.250.000	€ 107.000.000
Altri 23	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. stnd.	Collocato	Emesso
<i>Amortizing</i>	11	6,183%	4,200%	8,125%	1,388%	€ 219.250.000	€ 234.600.000
<i>Bullet</i>	12	7,042%	5,250%	10,000%	1,315%	€ 140.978.000	€ 155.400.000

Elaborazioni su dati ExtraMot Pro

Nel mercato dei minibond c'è una leggera prevalenza di titoli con rimborso periodico del capitale (*Amortizing*). Anche se questa tendenza è emersa successivamente all'ingresso nel mercato dei fondi chiusi. Fino a metà 2014 prevalevano, infatti, titoli *Bullet*.

Dalla tabella 4.16 si può osservare che i titoli *Amortizing* pagano un tasso cedolare medio inferiore rispetto ai titoli *Bullet*. Questi risultati confermano i modelli e quanto previsto dai gestori dei fondi chiusi che, solitamente, applicano uno sconto di 50 bps a chi sceglie la modalità di rimborso *Amortizing* piuttosto di quella *Bullet* (per titoli *investment grade*). La maggior differenza che si osserva tra *Amortizing* e *Bullet* nel campione dei 23, potrebbe essere giustificata dalla maggior concentrazione, nello stesso, di emittenti *Bullet* con peggior creditworthiness (si esclude il caso opposto⁹¹). Al contrario, nel campione dei 18, la differenza di cedola media tra *Amortizing* e *Bullet* è più attenuata. A parità di altre condizioni, i fondi hanno investito in titoli *Bullet* che godono di un miglior merito di credito rispetto agli *Amortizing*. I titoli *Bullet* legati ai fondi, inoltre, pagano molto meno, rispetto ai *Bullet* rimanenti. Per gli *Amortizing*, invece, le stesse differenze sono molto più attenuate. Riassumendo, quindi, i titoli *Amortizing* pagano una cedola media minore rispetto ai *Bullet* e la differenza è minore (o maggiore) a seconda che i *Bullet* abbiano (o meno) un rating più elevato.

Tabella 4.17 Emissioni *Amortizing* con periodo di inizio ammortamento diverso dallo standard dei 36 mesi

Minibond	inizio rimborso	Minibond	inizio rimborso	Minibond	inizio rimborso	Minibond	inizio rimborso
Sea Spa	Dopo I anno	JSH Group	Dopo II anno	Exprivia Health.	Dopo II anno	IMI Fabi	Dopo IV anno
Enerventi	Dopo I anno	Milleuno	Dopo II anno	S.I.G.I.T Spa	Dopo II anno	Innovatec	Inizio IV anno
Enna Energia	Dopo I anno	CAAR	Dopo II anno				

Elaborazioni su dati Documenti d'Ammissione

Diversamente che per i normali prestiti bancari (in cui il rimborso parte già dal primo anno), la quasi totalità dei 24 minibond *Amortizing* inizia a rimborsare la quota capitale dopo il terzo anno. Ovviamente ci sono delle eccezioni (tabella 4.17). Queste eccezioni influiscono ovviamente sui tassi di interesse ma, dato lo scarso numero del campione, non si possono ancora notare se non nei valori massimi (tabella 4.18).

⁹¹ Maggior presenza di *Amortizing* con rating migliori.

Tabella 4.18 Confronto tra emissioni Amortizing e coupon

Amortizing 24	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. stnd.
I anno	3	5,626%	5,000%	6,000%	0,546%
II anno	5	6,244%	5,200%	7,500%	0,860%
III anno	14	5,772%	4,200%	8,000%	1,015%
IV anno	2	7,213%	6,300%	8,125%	

Elaborazioni su dati Documenti d'Ammissione

4.2.5 Confronto sui coupon: covenant

Tabella 4.19 Confronto tra covenant e coupon

Tutti 41	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. stnd.	Collocato	Emesso
Covenant Si	32	6,102%	4,200%	10,000%	1,158%	€ 491.850.000	€ 521.100.000
Solo fin.	1	7,250%	7,250%	7,250%		€ 1.500.000	€ 1.500.000
Solo non finanziari	10	6,168%	4,209%	10,000%	1,692%	€ 63.950.000	€ 67.200.000
Entrambe	21	6,015%	4,200%	8,125%	0,845%	€ 426.400.000	€ 452.400.000
Covenant No	9	6,987%	5,879%	8,000%	0,866%	€ 60.628.000	€ 83.900.000
Fondi 18	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. stnd.	Collocato	Emesso
Covenant Si	Tutti						
Solo non finanziari	5	5,670%	5,000%	6,100%	0,441%	€ 30.250.000	€ 32.000.000
Entrambe	13	5,944%	4,900%	6,800%	0,605%	€ 162.000.000	€ 183.000.000
Altri 23	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. stnd.	Collocato	Emesso
Covenant Si	14	6,402%	4,200%	10,000%	1,615%	€ 299.600.000	€ 306.100.000
Solo fin.	1	7,250%				€ 1.500.000	€ 1.500.000
Solo non finanziari	5	6,667%	4,209%	10,000%	2,372%	€ 33.700.000	€ 35.200.000
Entrambe	8	6,131%	4,200%	8,125%	1,179%	€ 264.400.000	€ 269.400.000
Covenant No	9	6,987%	5,879%	8,000%	0,919%	€ 60.628.000	€ 83.900.000

Note: "solo non finanziari" comprendono i covenant positivi (di fare) e negativi (di non fare).

Elaborazioni su dati Documenti d'Ammissione e ExtraMOT Pro

La maggior parte dei titoli senza covenant, ossia 8 su 10, sono stati emessi nel 2013, quando il mercato quotato dei minibond di fatto ancora non esisteva. Col passare del tempo invece, sono quasi spariti i titoli senza covenant. Interessante è anche il fatto che i Fondi chiusi attualmente attivi sull'ExtraMOT Pro hanno investito solo in minibond con covenant.

A livello generale, in tabella 4.20 si osserva che, nonostante la maggior volatilità dei tassi, i minibond con covenant pagano un tasso di interesse medio più basso rispetto a chi non ne ha. Chi ha entrambe le tipologie di covenant (finanziari e non finanziari), inoltre, paga ancora meno rispetto agli altri e, ad eccezione di Innovatec e Milleuno⁹², tutti hanno collocato sul mercato quanto emesso.

Tabella 4.20 confronto tra rating e covenant

Entrambi i Covenant	Numero	Tasso medio	Min	Max	Dev. stnd.
No					
(unsolicited)	4	5,713%	5,000%	6,100%	0,497%
sub-investment	2	7,750%	7,500%	8,000%	0,354%
senza rating	13	6,789%	4,209%	10,000%	1,605%
Si					
(unsolicited)	8	5,613%	4,200%	6,400%	0,781%
sub-investment	2	7,063%	6,000%	8,125%	1,503%
senza rating	3	6,082%	5,600%	6,875%	0,692%

Elaborazioni su dati Documenti d'Ammissione e ExtraMOT Pro

A parità di rating *sub-investment grade*, chi ha entrambe le tipologie di covenant (finanziari e non), paga 70 bps in meno. Stessa differenza vale anche per le emissioni sprovviste di rating.

⁹² Per Innovatec l'offerta era ancora aperta alla data del 15 Dicembre '14. Per Milleuno, invece, non sono previsti ulteriori collocamenti.

4.2.6 Confronto sui coupon: opzioni di rimborso anticipato

Dalla tabella 4.21 si osserva che, la preferenza del mercato è per minibond con clausola di rimborso a favore del sottoscrittore (Put e Call/Put) piuttosto che dell'emittente (Call e Call/Put). Il motivo è collegato anche al gran numero di minibond supportati da covenant. Ai minibond con covenant è sempre associata l'opzione Put (unica eccezione GPI). L'unico caso in cui ai covenant non è associata l'opzione Put si trova tra i minibond legati ai fondi chiusi. Riguardo all'opzione Call, da quando sono operativi la maggior parte dei fondi, sono sparite dal mercato le emissioni che prevedono esclusivamente questo tipo di opzione⁹³, più costose per l'emittente.

Tabella 4.21 Confronto tra opzioni di rimborso e coupon

Tutti 41	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. std.	Collocato	Emesso
Put	15	6,117%	5,000%	8,125%	0,847%	€ 210.900.000	€ 212.400.000
Call/Put	16	6,125%	4,200%	10,000%	1,441%	€ 270.700.000	€ 296.700.000
-	7	6,340%	5,500%	7,500%	0,702%	€ 62.428.000	€ 78.450.000
Call	3	8,000%	8,000%	8,000%		€ 8.450.000	€ 17.450.000
Fondi 18	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. std.	Collocato	Emesso
-	1	5,500%	5,500%			€ 10.250.000	€ 12.000.000
Put	8	5,863%	5,000%	6,800%	0,705%	€ 105.000.000	€ 105.000.000
Call/Put	9	5,913%	4,900%	6,500%	0,475%	€ 77.000.000	€ 98.000.000
Altri 23	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. std.	Collocato	Emesso
Put	7	6,407%	5,250%	8,125%	0,955%	€ 105.900.000	€ 107.400.000
Call/Put	7	6,398%	4,200%	10,000%	2,176%	€ 193.700.000	€ 198.700.000
-	6	6,480%	5,879%	7,500%	0,653%	€ 52.178.000	€ 66.450.000
Call	3	8,000%	8,000%	8,000%		€ 8.450.000	€ 17.450.000

Elaborazioni dati: Documenti d'Ammissione e ExtraMot Pro

Le tendenze che si possono osservare sui tassi cedolari medi riguardo ai minibond con opzioni Put riflettono quasi esattamente quelle dei minibond con covenant (per il fatto che GPI è l'unico che non rientra in entrambe le analisi). Quindi, i minibond con opzioni Put pagano tanto meno quasi quanto i titoli con covenant.

Chi ha emesso minibond con solo la clausola Put ha collocato quanto emesso, con l'unica eccezione di Microcinema che non è stata sottoscritta da fondi chiusi.

Se si analizzano poi con maggior dettaglio i Documenti d'Ammissione, si scopre che i fondi chiusi hanno investito mediamente in minibond con un maggior numero di condizioni a cui il sottoscrittore può appellarsi per esercitare richiesta di rimborso anticipato (tabella 4.22).

Tabella 4.22 Numero di condizioni a cui è possibile appellarsi per esercitare l'opzione Put

Minibond	n. condizioni	Minibond	n. condizioni	Minibond	n. condizioni	Minibond	n. condizioni
Bomi	2	MEP	10	Fri-El Biogas	12	Exprivia Healthcare	15
Milleuno	3	Molinari	10	IMI Fabi	12	Trevi Finanziaria Ind.	15
MPG	4	Tesi Square	10	Innovatec	12	TBS Group	16
Enna Energia	7	Gruppo PSC	11	E.S.T.R.A	13	GSI Group	18
Alessandro Rosso	9	Selle Royal	11	Rigoni di Asiago	13	INGlass	18
Microcinema	9	Sipcam Oxon	11	Coswell	14	S.I.G.I.T.	18
Sudcommerci	9	TerniEnergia	11	Sea Spa	14	Geodata Engineering	20
Eurotrancitura	10	Viveracqua	11	Tesmec	14		

Note: in azzurro i minibond sottoscritti dai fondi chiusi. Elaborazioni su dati Documenti d'Ammissione.

Il motivo probabilmente risiede nel fatto che, i fondi chiusi sottoscrivendo generalmente quote rilevanti di ogni emissione, nel caso di condizioni avverse, vogliono avere maggiori possibilità di poter esercitare il richiamo dei capitali.

⁹³ Quando prevista, l'opzione Call può essere esercitata dagli emittenti ad ogni data di pagamento degli interessi o del capitale, previa comunicazione agli obbligazionisti (Elaborazioni su dati Documenti d'Ammissione).

4.2.7 Confronto sui coupon: analisi incrociata tra covenant, modalità di rimborso e opzioni

Dato il ridotto numero del campione, per le analisi incrociate si è preso a riferimento solo il caso generale (41 minibond).

Tabella 4.23 I confronto incrociato tra i coupon e le caratteristiche dei minibond

Entrambi Covenant	N.	Coupon medio	Dev. std.	Entrambi Covenant	N.	Coupon	Dev. std.	Amortizing	N.	Coupon	Dev. std.
No				No				-	5	6,576%	0,681%
Amortizing	12	6,078%	1,075%	-	7	6,340%	0,702%	Call	1	8,000%	
Bullet	8	7,359%	1,490%	Call/Put	7	6,316%	1,877%	Call/Put	12	5,688%	1,062%
Si				Put	3	6,408%	1,585%	Put	6	5,700%	0,522%
Amortizing	12	5,866%	0,953%	Call	3	8,000%	0,0%	Bullet	N.	Coupon	Dev. std.
Bullet	9	6,214%	0,678%	Si				-	2	5,750%	0,354%
				Put	12	6,044%	0,654%	Call	2	8,000%	0,0%
				Call/Put	9	5,977%	1,093%	Call/Put	4	7,438%	1,784%
								Put	9	6,394%	0,933%

Elaborazioni dati Documenti d'Ammissione

Dall'analisi dei risultati delle tre tabelle di tabella 4.23, si nota che:

- con riferimento alla tabella di sinistra, i titoli *Amortizing* e *Bullet* pagano mediamente meno se hanno anche entrambi i covenant (finanziari e non);
- con riferimento alla tabella centrale, i titoli con opzione di rimborso anticipato a favore dell'emittente (Put e Call/Put) pagano meno se hanno anche entrambi i covenant;
- con riferimento alla tabella di destra, i titoli con opzione di rimborso anticipato a favore dell'emittente (Put e Call/Put) pagano meno se sono anche *Amortizing*.

Se si analizzano poi tutte e tre le caratteristiche insieme (tabella 4.24), tra i titoli *Bullet* quelli con entrambi i covenant pagano meno.

Tabella 4.24 II confronto incrociato tra i coupon e le caratteristiche dei minibond

Entrambi i Covenant 41	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. stnd.
No (20)					
Ammortising					
Put	6	5,343%	4,209%	6,100%	0,734%
Senza Put	6	6,813%	5,879%	8,000%	0,842%
Bullet					
Put	4	8,458%	7,250%	10,000%	1,405%
Senza Put	4	6,875%	5,500%	8,000%	1,315%
Si (21)					
Ammortising Put	12	5,866%	4,200%	8,125%	0,953%
Bullet Put	9	6,214%	5,000%	6,875%	0,678%

Elaborazioni su dati Documento d'Ammissione. Note: il tasso cedolare del bond secured di Sudcommerci non è considerato

Le stesse conclusioni non possono ancora essere evidenziate per i titoli *Amortizing* a meno che non si distingua chi ha (oppure no) qualsiasi tipo di covenant. In tal caso, chi ha covenant e opzione Put sono gli stessi soggetti (a parte il caso di GPI).

Tabella 4.25 III confronto incrociato tra i coupon e le caratteristiche dei minibond

n.	Ammortising 24	Numero	Tasso medio	Min	Max	Dev. stnd.
	Senza covenant					
3°	senza Put	6	6,813%	5,879%	8,000%	0,842%
	Con covenant					
1°	Put	18	5,692%	4,200%	8,125%	0,900%
	Bullet 17	Numero	Tasso medio	Min	Max	Dev. stnd.
	Senza covenant					
4°	senza Put	3	7,333%	6,000%	8,000%	1,155%
	Con covenant					
2°	Put	13	6,775%	5,000%	10,000%	1,313%

Note: il caso di GPI non è stato considerato in tabella perché ritenuto poco significativo ai fini del giudizio finale.

Elaborazioni su dati Documenti d'Ammissione.

Nella tabella 4.25 si individuano in ordine crescente di cedola media:

- 1° i minibond *Amortizing* con covenant e opzione Put,
- 2° i minibond *Bullet* con covenant e opzione Put,
- 3° i minibond *Amortizing* senza covenant e senza opzione Put,
- 4° i minibond *Bullet* senza covenant e senza opzione Put.

Tra il 1° e il 2° c'è una differenza di 108 bps, tra il 2° e il 3° è di soli 4 bps e tra il 3° e il 4° è di 52 bps. In altre parole, la differenza totale tra il 1° e il 4° è di ben 164 bps.

Elencati di seguito gli aspetti più interessanti del paragrafo.

- a) Senza considerare il diverso arco temporale e il rating, i minibond legati a covenant, alla modalità di rimborso *Amortizing* e all'opzione Put, pagano effettivamente meno rispetto a chi non ha nessuno di questi elementi (anche se covenant e opzioni Put sono strettamente interconnessi). Il possederli tutti e tre (o due a due), inoltre, accentua ancora di più le differenze.
- b) Il possedere entrambe le tipologie di covenant (finanziari e non) e l'opzione Put, avvantaggia più gli emittenti con rating *sub-investment grade* rispetto a quelli con rating *investment grade*.
- c) I fondi chiusi investono soprattutto in minibond *Amortizing* (anche *sub-investment grade*) e se scelgono di investire in titoli *Bullet* preferiscono solo quelli con rating *investment grade*.
- d) Ciò che a partire dal secondo trimestre del 2014 sembra aver influito di più sui tassi cedolari dei minibond (oltre al calo dei rendimenti dei titoli di Stato italiani) è sia la miglior qualità media degli emittenti (con rating più elevati), sia la maggior presenza di minibond con covenant, opzioni Put, e con rimborso *Amortizing*.
- e) L'evoluzione temporale e la connessa riduzione degli *yield to maturity* dei titoli Stato italiani non sono bastati a rendere più appetibili i primi titoli collocati parzialmente sul mercato con cedola elevata.
- f) Senza considerare l'evoluzione temporale del mercato, la differenza di tasso cedolare medio tra i minibond *Amortizing* con covenant e opzione Put e i minibond *Bullet* senza covenant e senza opzione Put è di ben 164 bps.

4.3 Analisi tra coupon e uso dei proventi

Di seguito riprendendo quanto visto nel paragrafo 4.1.3, si analizzerà se il diverso uso dei proventi, la voglia di internazionalizzarsi (o espandere la propria posizione all'estero) e l'interesse verso i mercati finanziari, influiscono sui tassi di interesse medi applicati sui minibond oppure no.

Tabella 4.26 *Coupon e imprese con l'esclusivo (o parziale) obiettivo di crescita e sviluppo*

Tutti 41	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. stnd.	Collocato	Emesso
Solo crescita e sviluppo	28	6,14%	4,20%	8,13%	0,90%	€ 469.028.000	€ 509.300.000
Anche rifinanziamento	13	6,64%	4,21%	10,00%	1,57%	€ 83.450.000	€ 95.700.000
Fondi 18	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. stnd.	Collocato	Emesso
Solo crescita e sviluppo	14	5,83%	4,90%	6,50%	0,58%	€ 154.000.000	€ 175.000.000
Anche rifinanziamento	4	6,01%	5,50%	6,80%	0,56%	€ 38.250.000	€ 40.000.000
Altri 23	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. stnd.	Collocato	Emesso
Solo crescita e sviluppo	14	6,44%	4,20%	8,13%	1,08%	€ 315.028.000	€ 334.300.000
Anche rifinanziamento	9	6,92%	4,21%	10,00%	1,81%	€ 45.200.000	€ 55.700.000

Elaborazioni su dati Documenti d'Ammissione

Sia a livello generale che distinguendo tra titoli legati ai fondi e gli altri, le imprese con esclusivi obiettivi di crescita pagano mediamente meno rispetto a quelle con un obiettivo solo parziale.

Tabella 4.27 *Imprese che intendono internazionalizzarsi e consolidare la loro posizione nei mercati esteri*

Tutti 41	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. stnd.	Collocato	Emesso
Internaz/consolidamento	23	6,11%	4,21%	8,00%	0,81%	€ 230.100.000	€ 231.850.000
No	18	6,53%	4,20%	10,00%	1,49%	€ 322.378.000	€ 373.150.000
Fondi 18	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. stnd.	Collocato	Emesso
No	5	5,55%	4,90%	6,10%	0,57%	€ 79.000.000	€ 100.000.000
Internaz/consolidamento	13	5,99%	5,00%	6,80%	0,54%	€ 113.250.000	€ 115.000.000
Altri 23	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. stnd.	Collocato	Emesso
Internaz/consolidamento	10	6,27%	4,21%	8,00%	1,08%	€ 116.850.000	€ 116.850.000
No	13	6,91%	4,20%	10,00%	1,58%	€ 243.378.000	€ 273.150.000

Elaborazioni su dati Documenti d'Ammissione

A livello generale, le imprese con l'obiettivo di internazionalizzarsi o di consolidare la loro posizione nei mercati esteri, rispetto alle altre, pagano meno e riescono a collocare quanto emesso (unica eccezione GPI).

Tabella 4.28 *Analisi incrociata tra obiettivi di crescita e obiettivi di internazionalizzazione e consolidamento della propria posizione all'estero.*

Coupon medio Tutti 41	Internazional./consolidamento		Dev. stnd. Tutte 41	Internazional./consolidamento	
Solo crescita e sviluppo	Si	No	Solo crescita e sviluppo	Si	No
No	(7) 5,891%	(6) 7,521%	No	(7) 0,936%	(6) 1,769%
Si	(16) 6,206%	(12) 6,040%	Si	(16) 0,757%	(12) 1,099%
Coupon medio Fondi 18	Internazional./consolidamento		Coupon medio Altri 23	Internazional./consolidamento	
Solo crescita e sviluppo	Si	No	Solo crescita e sviluppo	Si	No
No	(3) 6,017%	(1) 6,000%	No	(4) 5,796%	(5) 7,825%
Si	(10) 5,98%	(4) 5,443%	Si	(6) 6,583%	(8) 6,338%

Note: tra parentesi il numero di minibond. Elaborazioni su dati Documenti d'Ammissione

Sia a livello generale che per i minibond non sottoscritti da fondi, le imprese che contemporaneamente non vogliono, né espandersi in mercati esteri (o internazionalizzarsi), né destinare l'intera somma raccolta nella crescita (campione di 6), pagano una cedola media maggiore rispetto alle altre. Lo stesso discorso non vale però per il caso opposto, ossia non è detto che le imprese che si internazionalizzano (o che si espandono in mercati

esteri) e che contemporaneamente destinano tutti i proventi nella crescita e sviluppo, paghino una cedola media minore in assoluto (anche se la deviazione standard sui loro coupon è minore). Inoltre, non c'è un grosso interesse da parte dei fondi chiusi per imprese che contemporaneamente non impiegano il totale raccolto per la crescita e che non hanno interesse verso i mercati esteri. Unica eccezione a questa regola è rappresentata dal minibond di SEA (azienda attiva nel settore delle Utilities).

Tabella 4.29 *Analisi delle imprese attive o interessate al mercato azionario*

Tutti		Attive o interessate al mercato azionario			
41	N.	Tasso medio	Min	Max	Dev. stnd.
No	26	6,046%	4,200%	8,125%	1,061%
Si	15	6,730%	5,250%	10,000%	1,232%
AIM	3	6,875%	6,000%	8,125%	1,111%
MTA	3	6,042%	5,250%	6,875%	0,813%
Elite	9	6,911%	5,500%	10,000%	1,400%

Altri		Attive o interessate al mercato azionario			
23	N.	Tasso medio	Min	Max	Dev. stnd.
No	13	6,309%	4,200%	8,125%	1,366%
Si	10	7,050%	5,250%	10,000%	1,304%
AIM	2	7,063%	6,000%	8,125%	
Elite	5	7,650%	6,250%	10,000%	1,464%
MTA	3	6,042%	5,250%	6,875%	0,813%

Fondi		Attive o interessate al mercato azionario			
18	N.	Tasso medio	Min	Max	Dev. stnd.
No	13	5,782%	4,900%	6,500%	0,572%
Si	5	6,090%	5,500%	6,800%	0,541%
AIM	1	6,500%			
Elite	4	5,988%	5,500%	6,800%	0,566%

Elaborazioni su dati Documenti d'Ammissione e Borsa Italiana: segmento Elite, segmento AIM e segmento MTA.

A livello generale le imprese facenti parte del gruppo Elite e AIM stanno pagando dei tassi cedolari maggiori rispetto alle altre. Le imprese facenti parte di Elite i cui titoli sono stati sottoscritte dai fondi, pagano un tasso cedolare medio non lontano da quello pagato dalle imprese non interessate ai mercati azionari. I fondi chiusi non rifiutano comunque le imprese già quotate sul mercato azionario (ad esempio TBS Group).

Elencati di seguito gli aspetti più interessanti del paragrafo.

- Senza considerare altri elementi, le imprese con l'esclusivo impegno ad investire in progetti imprenditoriali di crescita e sviluppo, pagano meno rispetto alle altre aziende che hanno obiettivi solo parziali.
- Senza considerare altri elementi, le imprese che intendono entrare o consolidare la loro posizione nei mercati esteri, oltre ad essere più attrattive per gli investitori (soprattutto fondi chiusi), pagano mediamente meno di quelle che non hanno tali obiettivi.

4.4 Gli investitori dei minibond destinati a progetti di crescita

Chi sono coloro che più di ogni altro hanno investito nei titoli fino a qui descritti? Dall'analisi condotta sugli emittenti, sui fondi chiusi, sugli investitori, su Borsa Italiana, su Monte Titoli e sulla stampa, è stato possibile individuare quali sono gli attori che, fino ad ora, hanno creduto nello strumento dei minibond, quale strumento per finanziare la crescita delle imprese non finanziarie. Fintanto che il mercato resta illiquido, i fondi chiusi, quali veicoli di investimento, sicuramente rappresentano il maggior potenziale per la tipologia di operazioni sino a qui descritte (titoli di ammontare non superiore a € 25-50 milioni, di imprese non finanziarie con durata di almeno 36 mesi). Bisogna riconoscere tuttavia che, gli istituti di credito, fino alla prima metà del 2014 hanno sicuramente rappresentato i principali sottoscrittori di minibond attivi nel mercato ExtraMOT PRO (seguiti dagli *asset manager* e dalle società assicuratrici⁹⁴). Dopotutto gli unici fondi presenti fino a quel momento su questo mercato erano quelli gestiti da PensPlan e da Compass AM. Con il passare dei mesi, le banche, le Sgr e le società di assicurazioni hanno poi lasciato il posto ai fondi chiusi diventandone, però, i principali investitori. Quindi, le banche, nonostante rappresentino ancora uno dei principali investitori, sembrerebbe che col passare del tempo stiano perdendo il predominio diretto sul mercato dei minibond a favore dei fondi chiusi, quali vicolo di investimento maggiormente idonei a questo tipo di operazioni. Nella situazione attuale del mercato non è tuttavia facile capire con precisione la quota di mercato posseduta da ciascuna tipologia di investitori (assicurazioni, *family office*, *asset manager*, fondazioni, banche, fondi pensione...). I soggetti direttamente coinvolti nel mercato ExtraMOT Pro, quali Borsa italiana e Monte Titoli non possono, infatti, fornire informazioni che non siano già rese pubbliche (oppure ne sono sprovvisti). Inoltre, anche gli stessi emittenti e coloro che originano e strutturano i minibond, spesso non possono fornire tali informazioni. Per alcuni dei minibond precedentemente esaminati, quindi, non sono disponibili informazioni, né sulla tipologia di investitori, né sul loro nome (sulla base sia di informazioni pubbliche, che di interviste telefoniche).

Tabella 4.30 *Elenco dei minibond di cui non si conosce la tipologia e il nome degli investitori*

Titoli ExtraMOT Pro	Data emissione	Rimborso	Opzioni	Covenant*	Coupon	Collocato	Emesso	Investitori
Alessandro Rosso	20/12/13	<i>Bullet</i>	Call/Put	No/Si	10,000%	€ 4.000.000,00	€ 4.000.000,00	?
Enerventi	15/10/14	<i>Amortizing</i>	-	No	5,879%	€ 8.500.000,00	€ 8.500.000,00	?
Enna Energia	16/05/14	<i>Amortizing</i>	Call/Put	No/Si	5,000%	€ 3.000.000,00	€ 3.000.000,00	?
Grafiche Mazzucchelli	07/11/13	<i>Bullet</i>	Call	No	8,000%	€ 2.500.000,00	€ 10.000.000,00	?
Microcinema	29/01/14	<i>Bullet</i>	Put	No/Si	8,125%	€ 1.500.000,00	€ 3.000.000,00	?
Rsm Italy	17/04/14	<i>Bullet</i>	Call	No	8,000%	€ 1.000.000,00	€ 2.500.000,00	?
MPG Plast	31/07/14	<i>Amortizing</i>	Call/Put	No/Si	Eur3M+4	€ 3.000.000,00	€ 3.000.000,00	?

Note: Alessandro Rosso e Enna Energia sono state comunque sottoscritte rispettivamente da un unico soggetto. *No/Si: No covenant finanziari, Si altri covenant. *Elaborazioni su dati ExtraMOT Pro, Documenti d'Ammissione e contatti diretti con emittenti e "strutturatori"*

Dalla tabella 4.30, a parte i due minibond che rimborsano le quote capitale già alla fine del primo anno (Enerventi e Enna Energia), gli altri sono tutti *Bullet* e pagano un tasso superiore all'8 per cento. Tra questi ultimi, l'unico sottoscritto per l'importo emesso è quello che paga di più (Alessandro Rosso). Per quanto riguarda Enna Energia, l'emissione è stata interamente sottoscritta da un investitore estero.

Per la maggior parte degli altri 34 minibond, sono comunque note solamente informazioni parziali sia sull'identità che sulla tipologia degli investitori. Conseguentemente, non sono

⁹⁴Fonte: Minibond Deal Review; Banca Popolare di Vicenza, novembre 2014.

disponibili informazioni sull'ammontare sottoscritto da ciascuno di essi. Per cui, come già annunciato, non è stato possibile effettuare analisi quantitative dettagliate sull'intero mercato degli investitori e nemmeno sulla provenienza degli stessi (esteri o nazionali). Discorso a parte, invece, per i fondi chiusi attualmente attivi sull'ExtraMOT Pro. Solo su questi ultimi, infatti, sono disponibili informazioni dettagliate sia sui titoli in cui hanno investito, sia sull'ammontare totale da loro sottoscritto, tranne che per un caso (Compass AM e il fondo Blue Lake Italian Minibond).

Tabella 4.31 *Minibond sottoscritti dai fondi chiusi*

Minibond	Gestori dei Fondi	Investimento in Mio € (A)	Outstanding minibond in Mio € (B)	Originator	(A) / (B)
Coswell	Duemme	5,0	15,0	BPVi	33,33%
E.S.TR.A.	Duemme - Pioneer - Compass	5,0 - 3,3 - ?	50,0	BPVi	10,00% - 6,6% - ?
Eurotrancitura	FININT	5,0	5,0	FININT	100,00%
Exprivia healthcare	ANTHILIA	4,5	5,0	ANTHILIA	90,00%
Fri-El Biogas Holding	ANTHILIA - PensPlan	7 & 1	12,0	ANTHILIA	58,33% - 8,33%
Geodata Engineering	ANTHILIA	6,0	7,0	ANTHILIA	85,71%
GPI	PensPlan	4,8	10,25	-	47,00%
GRUPPO PSC	FININT	5,0	5,0	FININT	100,00%
IMI Fabi	ANTHILIA	5,6	7,0	ANTHILIA	80,00%
INGlass	BNP Paribas	8,0	8,0	BNP-Paribas	100,00%
MEP	FININT	5,0	5,0	FININT	100,00%
Milleuno	Compass AM	5,0	9,0	-	55,56%
Molinari Spa	FININT	5,0	5,0	FININT	100,00%
S.I.G.I.T Spa	BNP Paribas	6,0	6,0	BNP-Paribas	100,00%
Sea Spa	PensPlan	3,0	3,0	PensPlan	100,00%
Selle Royal	Duemme	10,0	10,0	Duemme	100,00%
SIPCAM	Duemme - BNP - Compass	5 - 5 - ?	15,0	BPVi	33,33% - 33,33% - ?
TBS Group	Duemme - Compass AM	5,0 - ?	15,0	BPVi	33,33% - ?
TOTALE	24 QUOTE	109,2*	192,25		56,8%*
MEDIA		5,2*			65,5%*

Elaborazioni su dati MondoAlternative e interviste telefoniche agli emittenti e ai fondi chiusi.

Note: In **arancione** i collocamenti pubblici. * senza considerare le tre quote sottoscritte da Compass AM nei minibond di Estra, TBS e Sipcam.

Con riferimento alla tabella 4.31, i titoli non interamente sottoscritti da fondi, a parte per sei casi (Estra, Coswell, TBS, Sipcam, GPI e Milleuno), tutti gli altri sono stati sottoscritti al massimo da 3 investitori noti⁹⁵. I fondi chiusi hanno sottoscritto 24 quote di 18 emittenti diversi. Gli stessi hanno investito solo in minibond di importo non inferiore a € 3 milioni. L'importo medio investito dai fondi è pari a poco più di € 5 milioni. L'ammontare sottoscritto dai fondi ammonta a circa il 57 per cento del valore complessivo delle 18 emissioni (considerando solo 21 quote su 24). Il motivo della bassa percentuale è da ricondurre soprattutto alla presenza di Estra tra i minibond non generati da fondi chiusi e alla mancanza di informazioni adeguate su Compass AM. Se si considerano, infatti, i soli titoli originati e strutturati dagli stessi fondi (12 casi) la percentuale di sottoscrizione non scende mai sotto il 60 per cento circa, con ben 8 titoli interamente sottoscritti.

La cifra investita dai fondi rappresenta poi almeno il 19,8 per cento (considerando solo le 21 quote note) dell'ammontare complessivo collocato sull'ExtraMOT pro dalle 41 aziende emittenti. Una cifra davvero consistente considerando che, a parte due titoli (Milleuno e GPI), tutti gli altri sono stati sottoscritti a partire da maggio del 2014.

Le 24 quote rappresentano, poi, il 40 per cento di tutte quelle sottoscritte fino a metà ottobre 2014 da 20 dei fondi chiusi menzionati nel capitolo 2 (ricerca di MondoAlternative).

Le stesse quote appartengono tutte a quei fondi che si dedicano principalmente alle emissioni sul mercato quotato ExtraMOT Pro.

⁹⁵ unica eccezione: Fri-EL Biogas, sottoscritta da 5 investitori noti.

Di seguito riepilogate le informazioni contenute nella tabella 4.31 relative ai fondi chiusi attualmente operativi sull'ExtraMOT Pro:

- il Fondo Minibond PMI Italia gestito da Finint Sgr ha interamente sottoscritti e gestito quattro⁹⁶ minibond identici nelle caratteristiche, per complessivi € 20 milioni (5 milioni ciascuna).
- il Fondo per le Imprese gestito da Duemme Sgr ha sottoscritto cinque minibond (uno interamente e quattro parzialmente), per un valore complessivo di € 30 milioni⁹⁷.
- il fondo Anthilia BIT gestito da Anthilia sgr ha sottoscritto e gestito quattro titoli per poco più di € 23 milioni in totale.
- il fondo Bond Italia PMI gestito da BNP-Paribas ha sottoscritto tre titoli (uno dei quali gestiti da BPVi) per poco meno di € 19 milioni in totale.
- il fondo Euregio gestito da PensPlan ha partecipato a quattro⁹⁸ emissioni, di cui solo una interamente sottoscritta, per complessivi € 8,80 milioni.
- il fondo Blue Lake Italian Minibond gestito da Compass AM, ha sottoscritto parzialmente quattro minibond per un importo totale non definito.
- il fondo Pioneer Progetto Italia gestito da Pioneer investments ha sottoscritto un titolo per poco più di € 3 milioni in totale.

Riguardo, invece, alla concentrazione dei portafogli dei fondi per tipologia di settore e per emittente, è ancora troppo presto per valutare se gli stessi hanno rispettato o meno i limiti indicati in tabella 2.1 (sotto paragrafo 2.1.3).

Sulla base delle risorse raccolte dai fondi chiusi attivi sul mercato ExtraMOT Pro (che devono ancora collocare buona parte delle risorse raccolte) e di quelle relative ai fondi che vi entreranno non appena avranno raggiunto i primi *closing*, ci si può attendere ancora un notevole numero di operazioni sul mercato quotato entro la fine del 2015. In ogni caso non più di 30 o 50⁹⁹, a seconda anche di come procede la raccolta di capitali, specialmente quella presso il pubblico di investitori esteri, che attualmente sono più interessati ad agire da soli.

Passando agli altri investitori attivi sul mercato quotato dei minibond, importanti quanto i fondi chiusi sono ovviamente le banche che, continuano ad essere tra i principali investitori diretti del mercato, in termini sia di quote sottoscritte che di volumi. Tuttavia, non sono disponibili informazioni complete. Le uniche banche di cui sono note alcune informazioni sono:

- Banca Popolare di Vicenza, che ha strutturato e sottoscritto ben 8 titoli¹⁰⁰ (GSI, Rigoni di Asiago, Trevi, ESTRA, Coswell, TBS, Sipcam e Tesmec). Il volume totale sottoscritto non è noto ma, considerando che per il suo regolamento interno deve sottoscrivere almeno il 5-10% dei titoli (riducendo eventuali conflitti d'interesse) allora, il valore sottoscritto non può essere inferiore agli 8,5-17 milioni di euro.
- Banca Popolare di Milano, che ha gestito e sottoscritto parzialmente almeno 3 titoli (Filca, Fri-El Biogas e Geodata), due dei quali con la partecipazione del fondo chiuso di Anthilia (Fri-El Biogas e Geodata).
- Banca Intermobiliare, che ha partecipato al collocamento di 3 titoli (IPI, Filca e CAAR).

⁹⁶ Se si considerano anche quelli non quotati né ha sottoscritti 5 in totale, tra cui USCO.

⁹⁷ Alla data del 31 Dicembre '14 ha sottoscritto altri due titoli per € 15 milioni (Dedagroup e Olsa).

⁹⁸ Se come per FININT si considerano anche i titoli non quotati la cifra delle quote sottoscritte arriva a 9, tra cui: AGS, NOSIO, Mezzacorona, Energie Spa, Techno Alpin, Alto Garda Servizi e Dedagroup.

⁹⁹ Fonte: Interviste ai fondi chiusi.

¹⁰⁰ Degli otto titoli, sulla base di quanto riferito dalla stessa BPVi, il 58,7 per cento è stato sottoscritto da istituti di credito, il 34 da asset manager e fondi chiusi, il 5 da assicurazioni e il 2 da fondazioni. Inoltre, solo il 6-7 per cento degli investitori sono esteri.

- Veneto Banca e CRA Brendola, che hanno sottoscritto le 8 emissioni del consorzio Viveracqua assieme alla Banca Europea per gli Investimenti (BEI) e al fondo pensione Solidarietà Veneto.
- Iccrea BancaImpresa, CRA di Cantù e Bcc Alta Brianza, che hanno sottoscritto parzialmente 2 titoli (Filca e CAAR).
- BPEM, BPS-CREVAL e BPBari, che hanno sottoscritto un titolo ciascuna (Fri-El Biogas, IMI Fabi e Exprivia Helthcare, rispettivamente).

Gli ultimi investitori noti del mercato sono poi società assicurative, *asset manager*, SGR e Sicav che hanno partecipato, nella maggior parte dei casi, a singole emissioni.

- JCI Capital Ltd, ha sottoscritto, quale unico investitore, due titoli (TerniEnergia e Innovatec) per un totale di € 35 milioni.
- Zenit SGR (non ancora attiva nel mercato con il suo fondo chiuso), ha partecipato a ben sei dei 41 minibond (tra cui quelli di Tesi, Filca, CAAR, JSH Group, Iacobucci e Milleuno), per un valore totale poco superiore a € 1,5 milioni.
- First Capital, Madison Capital e Alpha Value per la sottoscrizione completa del titolo di Bomi da € 1,5 milioni.
- UnicaSim e Sara Assicurazioni per il titolo di CAAR sottoscritto con almeno altri tre (si veda sopra).
- BlackRock e Och-Ziff per una parte del titolo di ESTRA.
- Reale Mutua e Italiana Assicurazioni per una parte del titolo di Filca.
- Advam Partners per una piccola parte del minibond di Fri-El Biogas (sottoscritto con altri 4, tra cui i fondi di Anthilia e Pensplan).
- Orizzonte Sgr per il titolo di GPI sottoscritto assieme ad almeno altri due (tra cui il fondo di PensPlan).
- Futura fund Sicav per il titolo interamente sottoscritto di Sudcommerci.
- Iris Fund Sicav per il titolo di TE Wind.

Riguardo a quest'ultimo caso, l'investitore è un soggetto collegato da rapporti di proprietà alla Governance della società emittente.

Elencati di seguito gli aspetti più interessanti del paragrafo.

- a) Nonostante la scarsa disponibilità di informazioni sugli investitori, a partire da maggio 2014 il mercato si è popolato soprattutto di emissioni legate ai fondi chiusi (anche come semplici investitori). Su 24 minibond emessi negli ultimi mesi, 16 sono stati sottoscritti, per quote rilevanti, da questa tipologia di veicolo di investimento, segno che effettivamente quest'ultimo sta dimostrando di essere un buon catalizzatore di nuove iniziative per il mercato, nonché il maggior investitore attuale e potenziale assieme agli istituti di credito, che continuano a rappresentare gli altri principali investitori del mercato.
- b) Alcuni fondi chiusi sottoscrivono anche quote di minoranza di minibond originati e collocati sul mercato da soggetti terzi.
- c) Sulla base delle informazioni disponibili, gli investitori esteri rappresentano ancora la minoranza del mercato. Si ritiene preferiscano continuare ad agire in proprio (con una preferenza per il settore delle energie rinnovabili), oppure aspettare i primi successi (o meno) dei principali operatori nazionali, prima di investire con maggior forza nel mercato e nei veicoli di investimento nazionali.

4.5 I covenant

I covenant sono “restrizioni” (o “obblighi”) di vario genere alla gestione aziendale vincolanti per l’impresa. Si tratta di istituti mutuati dall’esperienza anglosassone ed adattati nel nostro ordinamento con la finalità di garantire la solvibilità del debitore ed il conseguente rimborso della somma mutuata, evitando il deterioramento della qualità del credito con il monitoraggio dell’andamento della società. Nell’ambito di emissioni obbligazionarie, l’emittente fornisce di norma un articolato pacchetto di clausole a garanzia del pagamento degli interessi e del rimborso del capitale all’investitore. Possono essere alternativi alle tradizionali garanzie, ma devono essere in ogni caso coordinati rispetto alle medesime¹⁰¹.

Per quanto riguarda, invece, i principali vantaggi per l’emittente, si può considerare il minor impegno economico derivante dalla riduzione delle garanzie e il minor tasso cedolare da corrispondere ai sottoscrittori. In più, la presenza dei covenant potrebbe rendere l’emittente più appetibile agli occhi degli investitori.

I covenant possono essere assoluti o relativi, finanziari e non finanziari. In taluni casi sono bilanciati dal previo consenso del finanziatore, che non deve essere irragionevolmente negato. La maggior parte dei covenant possono essere distinti anche in due grandi categorie di impegni; positivi (obblighi di fare) e negativi (obblighi di non fare).

Con riguardo ai 41 titoli esaminati sull’ExtraMOT Pro, a differenza della maggior parte delle prime emissioni, in quelle successive al 2013 sono state inclusi nei Documenti d’Ammissione tutta una serie di covenant a vantaggio dei sottoscrittori dei minibond. Secondo le testimonianze raccolte, l’evoluzione dei Covenants è stata influenzata dai fondi chiusi e dall’ingresso più o meno rilevante di investitori esteri nelle ultime emissioni. I fondi chiusi, poco interessati ai bond *secured* (obbligazioni con garanzie reali), ritengono infatti molto importante la fase di negoziazione dei covenant con gli emittenti.

A seguito di analisi condotta sui Documenti d’Ammissione, il mancato rispetto di anche uno solo degli impegni, inclusi i covenant finanziari, comporta in determinate circostanze, la possibilità per il sottoscrittore di esercitare l’opzione Put (qualora presente). A parte il caso di GPI, infatti, tutti e 31 gli altri minibond con impegni positivi e negativi (inclusi i covenant finanziari), prevedono la possibilità per il sottoscrittore di poter esercitare l’opzione Put in caso di mancato rispetto degli stessi. L’opzione Put, come si è detto nel capitolo 2.2.3, può essere esercitata su tutti e 31 i minibond anche al venir meno di altre condizioni oltre agli impegni, tra cui, il mancato rispetto di due covenant non rientranti tra i precedenti (*cross default* e cambio di controllo), di cui si parlerà nel seguente sotto paragrafo.

4.5.1 Analisi dei covenant più rilevanti e diffusi sul mercato

L’analisi dei covenant più diffusi sull’ExtraMot Pro è stata condotta su tutte e 41¹⁰² le aziende viste all’inizio del capitolo, che nei loro Documenti d’Ammissione presentavano due o tre sezioni (“Parametri finanziari”, “Impegni dell’Emittente” e “Rimborso”) dedicati a tali clausole. Come già accennato, chi presenta però una serie concreta di covenant sono solamente 32 imprese. Inoltre, anche se presenti nei Documenti d’Ammissione non sono

¹⁰¹ Guardando alle uniche due società garantite da ipoteche presenti nel campione delle 41, quella che ha anche covenant (Sudcommerci) per esempio paga 100 bps in meno rispetto all’altra che non ne ha (IPI). In più è interamente sottoscritta.

¹⁰² A parte i covenant finanziari, le 8 società del consorzio Viveracqua presentano gli stessi covenant.

stati comunque considerati tre elementi.

- Tutti gli “Impegni” previsti per legge (Decreto Sviluppo) e dal regolamento del mercato ExtraMot Pro, in quanto validi per tutti senza distinzioni, anche per coloro che non li hanno menzionati.
- Tutti gli Impegni di “comunicazione e informazione” aggiuntivi.
- Quando previste dagli emittenti, le eccezioni poste dagli stessi ai diversi covenant (ad esempio: alla distribuzione dei dividendi, alle “operazioni vietate”...) che possono dipendere anche dalla natura dell'emittente; quale membro di un gruppo di imprese o società quotata.
- Gli Impegni positivi o negativi particolari presenti nei singoli casi.

I covenant sono stati divisi in tre gruppi.

- A) Covenant finanziari.
- B) Covenant non finanziari: impegni positivi e negativi.
- C) Covenant non finanziari: *cross default* e cambio di controllo.

I covenant finanziari devono essere rispettati per tutta la durata del prestito obbligazionario, a ciascuna data di valutazione (solitamente alla data di approvazione del bilancio annuale). Per semplicità, di seguito, viene presentata la tabella di tutti gli emittenti che prevedono il rispetto di determinati parametri finanziari (le otto società del consorzio Viveracqua sono state rappresentate separatamente per far notare la grossa differenza tra i valori, soprattutto con riguardo a PFN/EBITDA).

Tabella 4.32 *Analisi minibond con covenant finanziari (Elaborazioni dati Documenti d'Ammissione)*

Titoli ExtraMOT Pro	EBITDA/ONERI FIN. ≥ X (n+1 - n+2 - n+3...)	PFN/EBITDA ≤ X (n+1 - n+2 - n+3...)	PFN/PN ≤ X (n+1 - n+2 - n+3...)	Step-up *
Innovatec**	1,5	5 - 4 - 3		
Exprivia Healthcare		2	1	50 o 150 bps
Geodata Engineering	4 - 4 - 4 - 5	4 - 3,8 - 3,4 - 3	1 - 1,2 - 1	50 bps a parametro
INglass		2,75 - 2,5 - 2,25	1,9 - 1,6 - 1,5	
Milleuno		3		
Sipcam Oxon	1,4	5,2	1,6	50 o 100 bps
Tesi Square		6	3	
Selle Royal	3,5	4		
Tesmec		3,251	1,6	50 o 100 bps
TerniEnergia	1,5	5		
SEA		5,5	2,5	50 bps
Rigoni di Asiago	3	4,5	2,4	
GSI Group	3,2	4,1	1,8	
S.I.G.I.T	3,8 - 4	4,2 - 3,1 - 2	2 - 1,7 - 1,25	
Fri-El Biogas		3,95 - 3,6 - 3,6 - 2,5	1,75 - 1,6 - 1,6 - 1	50 bps a parametro
E.S.TR.A.	3,3	4,5	1,2	
Trevi Fin Industriale	3	5	2,5	
Coswell	2,8	5,5	0,9	
Bomi		2,5	3	
TBS Group	2,5	4	2	
IMI Fabi	7 - 6,6 - 6,6 - 7,7 - 7,8	3,2 - 3,4 - 3 - 2,4 - 2,3		50 bps a parametro
ABL	2,5	7,5		
Acque vicentine	3	8,5		
Acque del Chiampo		6	1,3	
ASI		3,5	3	
AVS	3	7,5		
Bim Gsp	1,3	16		
CVS		5,5		
Etra	3,5	5		

Note: Elenco dei Covenants finanziari disponibili nei Documenti d'Ammissione. In **azzurro** le società del Consorzio Viveracqua.

*in caso di violazione dei covenant finanziari è previsto un incremento nel tasso di interesse lordo. In **verde** i titoli sottoscritti dai fondi.

**Sono previsti gli stessi covenant (EBITDA/OF>1,5 e PFN/EBITDA<5) per i due garanti (Kinexia e Volteo).

Per quanto riguarda il calcolo della PFN e dell'EBITDA, non tutti gli emittenti applicano gli stessi principi contabili internazionali IFRS.

Dalla tabella 4.32 si possono notare una serie di elementi particolari.

- I tre parametri dovrebbero corrispondere a quelli più significativi e di maggior rilevanza per un obbligazionista.
- L'unico parametro sempre presente è PFN/EBITDA, quest'ultimo oscilla tra un minore uguale a 2 di Exprivia, a un minore uguale a 6, di Tesi, senza poi considerare gli indici delle aziende del consorzio Viveracqua che possono presentare valori "insoliti" per un emittente (ad es. 16 per Bim Gsp). Se si osserva invece i titoli legati ai fondi chiusi. Questi ultimi non superano mai il 5,5 e la maggior parte non supera il 4.
- Gli altri due vincoli (*interest coverage ratio* e *leverage ratio*) sono presenti entrambi in 18 casi non sempre coincidenti. Solamente nove titoli infatti presentano tutti e tre i vincoli. Questi nove casi corrispondono ai 7 (su 8) minibond originati e strutturati da BPVi, e a due (Geodata e SIGIT) sottoscritti da fondi chiusi distinti. I primi sette, tra l'altro, hanno ottenuto un rating *investment grade*, mentre gli ultimi due un rating *unsolicited* non inferiore a BB (considerando le preferenze dei fondi che le hanno sottoscritte).
- L'*interest coverage ratio* (EBITDA/oneri fin.) oscilla tra un maggiore uguale a 1,4 (Sipcam) a un maggiore o uguale di oltre 7 (Imi Fabi).
- Il *leverage ratio* (PFN/PN) oscilla tra un minore o uguale a 0,9 (Coswell) a un massimo di 3 (Bomi e Tesi). Se ci si concentra sui titoli legati ai fondi però, l'indice non deve mai superare il 2 (a parte un'eccezione: Sea).

Bomi è l'unico presente in tabella che non possiede altri covenant. Con altri covenant probabilmente avrebbe potuto beneficiare di un ulteriore sconto sul suo tasso del 7,25%.

Con riguardo ai titoli legati ai fondi chiusi, anche dopo l'emissione dei minibond è necessario, nella maggior parte dei casi, mantenere degli indici di bilancio entro i valori di una potenziale target di un fondo chiuso (si veda capitolo 3).

In caso di superamento dei parametri finanziari, gli emittenti prevedono, in via generale, la possibilità per il sottoscrittore di richiedere il rimborso anticipato del prestito (qualora non si provveda tempestivamente a risanare gli indici). Unica eccezione è per Exprivia Helthcare, che prevede piuttosto una variazione del tasso di interesse lordo (cosiddetto *step-up*)¹⁰³. Come lei anche altri sei prevedono questa evenienza (oltre all'opzione Put).

Covenant non finanziari: Impegni positivi e negativi

In tabella 4.33, a pagina seguente, sono rappresentati tutti gli impegni positivi e negativi più rilevanti associati ai 31 minibond. Di seguito, invece, la legenda.

Legenda:

- 1) mantenere in buono stato i propri immobili, le proprie strutture e, in generale, il proprio complesso aziendale con la diligenza del buon padre di famiglia, nonché mantenere in essere le coperture assicurative esistenti in relazione ai medesimi beni, in conformità con la buona pratica commerciale e a copertura dei rischi usualmente assicurati nel settore in cui la stessa emittente opera.
 - 2) Impegno a mantenere partecipazioni di controllo nella società (e/o nelle società facenti parti di gruppi) e non permettere, senza il previo consenso scritto degli Obbligazionisti, il verificarsi di alcun evento o circostanza che determini la perdita del controllo dell'Emittente da parte dei Soci della stessa.
 - 3) Garantire che il ricavato delle emissioni, al netto delle spese e delle commissioni, siano riservati esclusivamente allo scopo indicato nel Documento d'Ammissione.
 - 4) Fare tutto quanto possibile al fine di mantenere in vigore le autorizzazioni, i brevetti, i permessi o le licenze necessari per lo svolgimento delle attività facenti parte del core business.
- I) Limite alla creazione di crediti privilegiati (c.d. *Negative pledge*). L'Emittente si impegna a non costituire, e a fare in modo che nessuna controllata costituisca, alcun vincolo a garanzia di qualsiasi indebitamento finanziario.
- II) Fare in modo che le obbligazioni di pagamento derivanti dalle obbligazioni mantengano in ogni momento almeno il medesimo

¹⁰³ Sono previsti tra i 50 e i 150 bps in più rispetto al tasso nominale annuo concesso al momento dell'emissione.

grado delle altre obbligazioni, presenti e future, non subordinate e chirografarie dell'emittente, fatta eccezione per i crediti privilegiati (*Pari passu*).

III) Non effettuare, e far sì che non siano effettuate, operazioni di riduzione del capitale sociale dell'Emittente, salve le ipotesi obbligatorie previste dalla legge.

IV) Divieto di cessare o modificare significativamente il proprio Core Business ed astenersi dal realizzare investimenti di qualsiasi natura in attività diverse da, e comunque non collegate con, il proprio Core Business.

V) Divieto, anche per i gruppi, di approvare o compiere operazioni straordinarie di qualsiasi natura, ivi incluse a titolo esemplificativo operazioni straordinarie sul proprio capitale, operazioni di trasformazione societaria, fusione o scissione (*Operazioni vietate*).

VI) Limitazioni al procedere senza il previo consenso scritto degli obbligazionisti, alla costituzione di patrimoni separati.

VII) Limitazioni alla cessazione di asset strategici, oppure a vendere, concedere in locazione, trasferire o altrimenti disporre di alcuno dei propri asset il cui valore superi una determinata soglia o un determinato parametro di bilancio.

VIII) Limitazioni quantitative alla distribuzione degli utili e delle riserve disponibili.

IX) Divieto di effettuare, richiesta di esclusione dei Titoli dalle negoziazioni sul ExtraMOT PRO o su un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione equivalente (divieto di *delisting*).

Tabella 4.33 *Elenco dei 31 emittenti con impegni "Positivi" e "Negativi" rilevanti*

Emittente	Impegni Positivi				Impegni Negativi									tot.
	1	2	3	4	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	
Alessandro Rosso Group	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓		✓	✓	11
Coswell		✓	✓		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	10
E.S.T.R.A.	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	11
Enna Energia	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓					✓	8
Eurotranciatura		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	11
Exprivia healthcare		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	11
Fri-El Biogas Holding		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	11
Geodata Engineering		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	11
GPI (NO Opzione Put)			✓		✓	✓								3
GRUPPO PSC		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	11
GSI Group		✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓		✓	✓	✓	11
IMI Fabi	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	12
INGlass	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	13
Innovatec	✓		✓				✓	✓	✓		✓	✓	✓	8
MEP		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	11
Microcinema	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓		✓	✓	11
Milleuno			✓		✓	✓						✓		4
Molinari Spa		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	11
MPG Plast			✓				✓	✓					✓	4
Rigoni di Asiago		✓	✓		✓			✓	✓		✓	✓	✓	8
S.I.G.I.T Spa	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	13
Sea Spa		✓	✓	✓		✓	✓	✓		✓		✓	✓	9
Selle Royal		✓	✓		✓	✓			✓					5
SIPCAM		✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	11
Sudcommerci	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓		✓	✓	11
TBS Group		✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓		✓	✓	✓	10
TerniEnergia	✓		✓				✓	✓	✓		✓		✓	7
Tesi Square		✓	✓				✓			✓			✓	5
Tesmec			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	11
Trevi Fin Industriale		✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	11
Viveracqua	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓			10
Tot	11	25	31	21	26	18	27	27	25	20	14	24	27	

Note: In azzurro i mimibond sottoscritti dai Fondi chiusi. **Elaborazioni dati Documenti d'Ammissione.**

Come si può osservare in tabella, l'unico Impegno sempre presente (31 casi) è la garanzia che i proventi del collocamento verranno destinati ai fini indicati nel Documento d'Ammissione. Gli altri undici impegni più diffusi e rilevanti sono invece, in ordine di numerosità: "divieto di ridurre il capitale sociale"; "divieto di modificare il core business"; "divieto di *delisting*"; "negative pledge"; "impegno a mantenere gli assetti proprietari"; "operazioni vietate"; "limiti alla distribuzione di dividendi"; "mantenere licenze, brevetti e autorizzazioni"; "limiti alla costituzione di patrimoni separati"; "pari passu"; e "limitazioni sulla cessione degli asset strategici".

Il mancato rispetto degli impegni elencati in tabella 4.33 (oltre a quelli informativi, rappresentativi e di legge non elencati) comporta, anche in questo caso, la facoltà per il

sottoscrittore di procedere al richiamo anticipato del capitale prestato (ad eccezione del minibond di GPI che è l'unico sprovvisto di opzione Put).

Per quanto riguarda invece i tassi di interesse; le poche emissioni che prevedono un numero di impegni (inclusi covenant finanziari) minore o uguale a 6, pagano dei tassi di interesse mediamente minori, sia a livello generale che distinguendo tra minibond sottoscritti, oppure no, da fondi chiusi.

Tabella 4.34 confronto tra coupon e numero di impegni (inclusi covenant finanziari)

Tutti 32	Numero	Media Coupon	Min	Max	Dev Std.
numero di impegni > 8	26	6,211%	4,200%	10,000%	1,193%
numero di impegni ≤ 6	6	5,680%	4,209%	7,250%	0,967%
Fondi 18	Numero	Media Coupon	Min	Max	Dev Std.
Numero di impegni > 7	15	5,927%	4,900%	6,800%	0,624%
numero di impegni ≤ 6	3	5,674%	5,500%	5,771%	0,151%
Altri 14	Numero	Media Coupon	Min	Max	Dev Std.
numero di impegni > 7	11	6,598%	4,200%	10,000%	1,652%
numero di impegni ≤ 6	3	5,686%	4,209%	7,250%	1,522%

Elaborazioni su dati: Documenti d'Ammissione.

Tuttavia, è tra i minibond con un numero di impegni inferiore a 5 che si trovano le uniche due emissioni (GPI e Milleuno) che non sono riuscite a collocare sul mercato l'importo emesso. Per cui un maggior numero di covenant ha reso più attraenti gli emittenti agli occhi degli investitori (soprattutto fondi chiusi).

Covenant non finanziari: *Cross Default* e Cambio di controllo

Seppur non presente tra gli impegni positivi o negativi, sono previsti poi (come precedentemente osservato) altri due importanti covenant rientranti tra le possibili cause di esercizio dell'opzione Put. Queste sono rappresentate di seguito.

- *Cross default*: prevede che al verificarsi di un inadempimento da parte dell'emittente (e/o eventualmente di una società del gruppo), di un determinato importo, ad una qualsiasi delle obbligazioni di pagamento derivanti da qualsiasi indebitamento finanziario dell'emittente (e/o eventualmente di una società del gruppo), il sottoscrittore ha il diritto di richiamare i capitali prestati.
- Cambio di controllo: prevede che al verificarsi di un qualsiasi evento o circostanza in conseguenza del quale viene a mutare la struttura proprietaria dell'emittente (e/o del gruppo) i sottoscrittori del minibond hanno il diritto di richiamare i capitali anticipatamente.

Questi ultimi due covenant sono presenti in quasi tutti i 31 precedenti minibond con opzione Put, ad eccezione di pochi casi, riassumibili nella tabella 4.35 sottostante.

Tabella 4.35 Emittenti con opzione Put senza cross default e/o cambio di controllo

Emittente	Cambio di controllo	Cross default
Alessandro Rosso Group		No
Microcinema		No
Milleuno		No
Sudcommerci		No
Enna Energia	No	No
Bomi	No	No
Innovatec	No	
TerniEnergia	No	
Viveracqua	No	
MPG	No	No

Note: in azzurro i minibond sottoscritti dai fondi chiusi. Elaborazioni dati Documenti d'Ammissione

A parte per il minibond di Milleuno, quindi, tutti gli altri sottoscritti dai fondi presentano sempre sia la clausola *cross default* che cambio di controllo.

Elencati di seguito gli aspetti più interessanti del paragrafo.

- a) Sul mercato ExtraMot Pro, successivamente all'ingresso dei fondi chiusi, i minibond hanno iniziato ad essere accompagnati da un numero rilevante di covenant (sia finanziari che non), soprattutto quelli legati ai fondi chiusi. Questi ultimi, investendo quote rilevanti nelle singole emissioni, vogliono infatti assicurarsi maggiori impegni da parte degli emittenti.
- b) Un maggior numero di covenant positivi o negativi garantisce la possibilità di collocare interamente l'importo emesso. In altre parole, un minor numero di covenant può non garantire il completo collocamento dei minibond anche quando il tasso cedolare (e presumibilmente il rischio dell'emittente) è basso. In sostanza gli investitori e i fondi sono più attratti da titoli con un maggior numero di covenant piuttosto che da emittenti poco rischiosi e con scarso numero di covenant (ad esempio: GPI, Milleuno e Filca).
- c) La maggior parte di coloro che strutturano i minibond, selezionano tipicamente la stessa tipologia di covenant per i minibond in cui investono.
- d) Sia la scarsa numerosità media di sottoscrittori per ciascun minibond (massimo se ne registrano 22 per il minibond di Trevi)¹⁰⁴ che la tipologia degli stessi (investitori professionali), ha permesso di includere più facilmente nei minibond un maggior numero di covenant, difficili da far inserire nei regolamenti quando si tratta di corporate bond diffusi tra centinaia e migliaia di sottoscrittori.
- e) A parte poche eccezioni, i minibond sottoscritti dai fondi chiusi presentano sempre i seguenti covenant: 1) impegni informativi, 2) utilizzo dei proventi, 3) *cross default*, 4) cambio di controllo, 5) *negative pledge*, 6) *pari passu*, 7) limiti sui dividendi, 8) *delisting*, 9) operazioni vietate, 10) divieto di modificare il core business, 11) divieto di ridurre il capitale sociale.

¹⁰⁴ Fonte: Banca Popolare di Vicenza.

4.6 Analisi delle aziende emittenti

In questo paragrafo vengono presentate, le imprese emittenti, in relazione al settore di riferimento, alla regione della sede legale, alla dimensione (fatturato) e agli indici di bilancio più significativi per un emittente di minibond. Tutto questo, al fine di compiere un confronto con le potenziali target individuate nel capitolo 3 nonché tutta una serie di altre valutazioni sulle tendenze del mercato. Per quanto riguarda gli indici di bilancio, però, in questo paragrafo ci si limita solo a rappresentarli nei valori numerici. La loro analisi è rimandata al paragrafo 4.7.

4.6.1 Fonte di informazione e criteri adottati per le analisi

La fonte delle informazioni da cui sono stati estratti i dati sono:

- i bilanci d'esercizio e consolidati (quando disponibili), resi pubblici per legge e disponibili presso i siti internet delle società emittenti;
- i Documenti d'Ammissione per la quotazione dei titoli sull'ExtraMOT Pro;
- gli eventuali dati contenuti nei rating pubblici di emissione (per Iacobucci HF e JSH Group);
- i dati forniti dai fondi chiusi;
- i dati forniti nei *roadshow* pubblicati su Finanzaonline-Youtube (Trevi, Sipcam, TBS, ESTRA, e Tesmec);
- i bilanci disponibili su AIDA.
- interviste dirette agli emittenti.

Come per la ricerca su AIDA, gli indici di bilancio associati alle imprese sono, quando disponibili, quelli relativi ai bilanci consolidati. Nel caso di gruppi industriali, qualora l'impresa emittente non sia la principale società del gruppo di cui fa parte (quattro casi¹⁰⁵), si è comunque considerato il bilancio consolidato predisposto dalla capogruppo della società emittente. Il motivo della scelta (comune a tutti e quattro i casi) è dipeso soprattutto dal fatto che, nei rispettivi Documenti d'Ammissione (delle quattro società) viene fatto riferimento anche ai dati consolidati delle rispettive capogruppo.

Nei quattro casi non si sono comunque riscontrate differenze (se non per i fatturati) significative tra indici di bilancio dell'emittente e quelli consolidati della controllante, con l'unica eccezione di Innovatec.¹⁰⁶

Oltre agli indici individuati nella ricerca di AIDA (PFN/EBITDA; PFN/PN; EBITDA/fatturato; EBITDA/Oneri Finanziari e EBIT/fatturato) sono stati rappresentati altri indici secondari comunque utili, tra cui il ROE, il tasso di crescita del fatturato e la percentuale di ricavi provenienti dall'estero.

Criteri adottati per la costruzione degli indici.

- Per l'indebitamento finanziario netto (PFN), qualora presente, è stato preso il valore dell'ultimo Bilancio disponibile al momento della quotazione (con riferimento a quello della controllante). Qualora l'indice non fosse disponibile nei bilanci o nei Documenti

¹⁰⁵ Innovatec (controllata da Kinexia), Exprivia Healthcare (controllata e garantita da Exprivia), Molinari (controllata da D.A.E.M. Spa) e Fri-El Biogas Holding (controllata da FRI-EL Green Power).

¹⁰⁶ Per quest'ultima (che possiede individualmente i peggiori indici di bilancio assieme a TE Wind), si è comunque scelto il bilancio della controllante (Kinexia), la quale funge da garante qualora altri soggetti (oltre all'attuale unico investitore, JCI Capital LTD) decidessero di sottoscrivere ulteriori quote del titolo.

d'Ammissione (come nei casi di Enerventi, Enna Energia, Sudcommerci, Milleuno, RSM Italy, CAAR e Microcinema), questo è stato costruito secondo il modello adottato per AIDA includendo però, nell'Attivo i crediti verso imprese collegate, controllate e controllanti (limitatamente alle componenti di natura finanziaria desumibile in Nota Integrativa), e nel Passivo: a) le altre passività di natura finanziaria desumibili nei Conti d'Ordine¹⁰⁷, b) i debiti verso imprese collegate, controllanti e controllate (limitatamente alle componenti di natura finanziaria), c) i debiti rappresentati da titoli di credito. Gli ultimi due punti (b e c) individuati nelle note integrative di bilancio.

- Per l'EBITDA si è preso, quando disponibile, il valore indicato nell'ultimo Conto Economico riclassificato. Come per la PFN, nei casi in cui il valore non era disponibile, è stato costruito come per la ricerca effettuata su AIDA (si veda capitolo precedente) aggiungendo questa volta anche gli eventuali canoni di leasing operativo e finanziario (se non contabilizzati ai sensi del principio contabile IAS 17).
- Per l'EBIT è stato preso, qualora presente, il valore indicato nell'ultimo Conto Economico riclassificato. Come per i due indici precedenti, nei casi in cui il valore non era disponibile, è stato costruito sommando al Risultato Operativo (deducibile dal CE) gli oneri finanziari impliciti dei contratti di leasing (desumibili dalle note integrative).
- Per il Patrimonio Netto si è preso il valore alla voce A del Passivo dello SP, per il Totale Oneri Finanziari si è presa la voce B.17 del CE, per il ROE si è preso infine il rapporto tra il Risultato d'Esercizio e il Patrimonio Netto rettificato dal Risultato d'Esercizio.
- Per il fatturato si è preso sempre la voce A1 del Conto economico (ricavi delle vendite e delle prestazioni) in linea con la definizione scelta dai fondi chiusi.
- Per i ricavi provenienti dall'estero si è guardato alla Nota Integrativa alla prima voce del Conto Economico dedicata ai Ricavi delle Vendite e delle Prestazioni.
- Per misurare il peso dei debiti finanziari a breve sul totale dei debiti finanziari, è stato fatto il rapporto tra il valore dei debiti finanziari a un anno e i debiti finanziari totali, desumendo i valori da AIDA.
- Per quanto riguarda il settore, si è fatto riferimento a una metodologia che prende origine dal codice Naics e Ateco 2007 modificato poi per accorpate tra loro imprese operanti in settori simili. Il solo affidamento al codice merceologico non è infatti abbastanza chiaro e preciso per capire con esattezza in che settore opera un'impresa.
- Per Viveracqua, si è proceduto alla media ponderata degli indici di bilancio delle otto società che la compongono¹⁰⁸, come si può osservare in tabella 4.36.

Tabella 4.36 Criteri adottati per misurare gli indici del consorzio Viveracqua

Aziende	Settore	bilancio	Peso *	Fatt. Mio €	ROE	PFN/ Ebitda	PFN/ ON	Ebitda/ OF	Ebit/fatt	Ebitda/ fatt	ind. Fin a breve	Crescita fatturato	ricavi estero
Acque bass. Livenza	Utilities	Eserc	9,33%	12	12,4%	3,67	1,16	5,98	10,25%	18,72%	11%	-9,63%	-
Acque del Chiampo	Utilities	Cons	8,67%	43	2,38%	3,92	0,77	12,30	6,12%	19,43%	21%	2,65%	-
Acque Vicentine	Utilities	Eserc	17,3%	41	12,9%	4,65	3,24	6,80	21,30%	32,97%	16%	7,51%	-
AVS	Utilities	Eserc	12,0%	28	15,7%	5,07	4,55	5,85	14,70%	34,63%	9%	5,30%	-
ASI	Utilities	Eserc	10,0%	22	1,10%	0,15	0,02	18,80	5,43%	31,78%	12%	1,03%	-
Bim Gsp	Utilities	Eserc	3,33%	34	9,45%	8,44	3,02	2,68	6,36%	14,63%	59%	6,25%	-
CVS	Utilities	Eserc	19,4%	45	0,50%	2,30	0,15	23,74	8,52%	31,02%	22%	-4,26%	-
ETRA Spa	Utilities	Cons	19,9%	142	9,18%	1,80	1,45	42,36	5,67%	29,07%	70%	4,41%	-
Viveracqua (media)	Utilities	Eserc		46	7,85%	3,20	1,70	18,53	10,48%	28,78%	28,03%	1,63%	-

Nota: l'ultima riga sottolineata in arancione è il risultato della media delle 8 società. Le società sottolineate in **grassetto** sono PMI mentre Etra è l'unica medio grande. * indica il peso di ciascuna emissione sul valore totale collocato dal consorzio Viveracqua.

¹⁰⁷ Ad. esempio; garanzie prestate, l'importo dei debiti residui in linea capitale relativi a operazioni di leasing in essere, passività finanziaria riveniente dalla valutazione al mercato (fair value) di strumenti finanziari derivati e contratti di factoring.

¹⁰⁸ Per la ponderazione si è misurato il peso di ciascuna emissione sul totale delle emissioni.

Con riferimento a una potenziale azienda emittente, quasi tutte le otto aziende possiedono dei requisiti di solidità patrimoniale, nonché di marginalità sui ricavi, piuttosto consistenti. Tra le otto ce n'è qualcuna però, che sembra meno equilibrata delle altre. Ad esempio Bim Gsp, che difficilmente si sarebbe potuta presentare sul mercato da sola, oppure difficilmente sarebbe riuscita a far accettare un tasso del 4,2 per cento a degli investitori professionali. In ogni caso Bim è stata quella che, tra le otto del consorzio, ha collocato l'ammontare minore (5 milioni di euro), per cui l'incidenza dei suoi parametri è stata considerata marginalmente (3,33%) sul valore medio ponderato di Viveracqua.

Nella tabella 4.37, sono elencate tutte le 41 imprese e i relativi indici, da cui è possibile fare dei confronti con la ricerca delle potenziali target individuate al capitolo 3.

Tabella 4.37 *Analisi delle aziende emittenti*

Emittenti	Regi.	Attività principali	Settore	C.	Fatt. Mio €	ROE	PFN/ Ebitda	PFN/ PN	Ebitda/ OF	Ebit/ fatt	Ebitda/ fatt	crescita fatt.	ind. fin a breve	ricavi estero
Viveracqua	Ven	Gestione servizio idrico	utilities	-	46	7,85%	3,20	1,70	18,53	10,5%	28,78%	1,63%	28%	0%
A.R. Group	Lom	Organizzazione eventi	leisure	C	82	3,72%	4,62	5,66	4,28	2,00%	5,90%	5,62%	50%	0%
Bomi Italia	Lom	Servizi logistici prodotti medici	services	C	65	37,0%	1,92	1,87	5,11	6,98%	9,53%	4,10%	42%	70%
Caar	Pie	Consulenza Aerospazio e Automotive	services	E	4	63,3%	3,16	7,01	5,79	5,91%	9,40%	30,2%	80%	0%
Coswell	Emi	Prodotti per cura e benessere	final good	C	90	1,58%	3,75	0,61	3,36	5,30%	13,53%	4,71%	58%	14%
Enerventi	Lom	Impianti fotovoltaici	energy	E	21	36,0%	4,56	13,01	2,88	27,8%	51,83%	14,8%	11%	0%
Enna Energia	Sic	Impianti fotovoltaici	energy	E	0,12	428%	6,14	16,20	10,65	73,4%	73,66%	-0,8%	28%	0%
E.S.T.R.A.	Tos	Gestione gas, luce, TLC	utilities	C	711	2,12%	3,01	0,75	9,04	3,66%	6,79%	8,05%	65%	0%
Eurotrancia.	Lom	Produzione di lamierini magnetici	Industrial	C	223	8,41%	4,32	0,87	5,91	4,15%	9,46%	1,83%	83%	70%
Exprivia H.	Pug	ICT ospedaliero	ict	C	127**	4,18%	2,86	0,53	4,66	6,84%	10,28%	-7,3%	81%	13%
Filca	Lom	Costruzioni abitative	costruzioni	E	18	1,29%	1,06	0,21	13	4,87%	26,94%	-7,9%	25%	0%
Fri-El Bio.	Laz	Produzione energia da Biogas	energy	C	142**	9,98%	4,59	1,23	3,64	20,7%	38,73%	14,6%	99%	0%
Geodata E.	Pie	Servizi di ingegneria per sottosuolo	services	C	40	1,01%	4,66	0,98	4,47	8,66%	12,91%	10,8%	38%	86%
GPI	Tre	ICT ospedaliero	ict	E	44	45,5%	2,64	1,69	6,29	8,58%	14,79%	3,23%	61%	0%
Grafiche M.	Lom	Stampa	final good	C	65	107%	8,7	2,46	3,49	1,75%	2,85%	-12,2%	92%	8%
GRUPPO PSC	Bas	Installazione impianti elettrici	costruzioni	E	43	112%	-0,22	-0,17	123,04	47,0%	47,86%	3,37%	99%	0%
GSI Group	Lom	Lavorazione plastica	Industrial	C	64	2,27%	3,86	1,27	3,32	3,08%	6,10%	6,67%	55%	86%
Iacobucci HF	Laz	Attrezzature per aerei	Industrial	C	26	-63,2%	3,30	0,80	*	-13,5%	7,10%	16,5%	48%	75%
IMI Fabi	Lom	Estrazione e lavorazione del talco	Industrial	C	103	21,7%	2,38	1,36	8,87	12,8%	18,54%	4,04%	51%	89%
INglass	Ven	Lavorazione plastica e vetro	Industrial	C	85	34,9%	1,13	0,8	10,83	15,2%	21,71%	6,76%	36%	80%
Innovatec	Lom	Attività ausiliaria a settore renewable	services	C	79**	2,15%	4,72	1,5	3,57	0,71%	26,49%	-29,9%	26%	0%
IPI	Pie	Immobiliare	services	C	41	-6,90%	41,1	1,89	0,47	6,81%	11,82%	7,89%	26%	0%
JSH Group	Lom	Alberghiero	leisure	C	23	-10,2	3,20	15,70	*	0,30%	3,80%	53,9%	99%	0%
MEP	Mar	Produzione seghe industriali	Industrial	C	37	8,57%	2,13	0,73	5,46	5,58%	9,69%	-7,97%	66%	91%
Microcinema	Lom	Cinema	leisure	E	8	-0,43%	4,24	0,87	4,89	2,07%	9,36%	26,2%	84%	0%
Milleuno	Ven	Gestione sale bingo	leisure	C	59	27,7%	0,43	0,29	43,04	19,5%	31,38%	-5,32%	83%	0%
Molinari Spa	Emi	Gestione distributori automatici	services	C	160**	7,49%	1,64	1,81	9,19	6,35%	20,64%	6,67%	51%	0%
MPG Plast	Lom	Lavorazione plastica	Industrial	E	16	0,68%	3,95	1,08	3,94	2,99%	11,02%	-10,9%	60%	16%
Rigoni Asiago	Ven	Prodotti alimentari	final good	C	71	2,13%	4,54	1,83	3,6	5,00%	10,89%	20,3%	66%	16%
Rsm Italy	Lom	Consulenza contabile e fiscale	services	E	6	-39,0%	4,46	3,58	2,65	7,12%	10,63%	-5,43%	85%	0%
S.I.G.I.T	Pie	Lavorazione plastica	Industrial	C	69	19,7%	2,8	1,46	4,81	5,84%	10,88%	22,8%	36%	45%
Sea Spa	Tre	Servizi ausiliari per gestione rifiuti	utilities	E	15	12,9%	3,37	1	7,78	5,39%	8,44%	11,1%	54%	0%
Selle Royal	Ven	Produzione attrezzature per bici	final good	C	101	1,00%	4,01	1,45	3,78	5,00%	10,5%	1,01%	70%	90%
SIPCAM	Lom	Prodotti Agro-chimici	Industrial	C	250	2,58%	3,39	1,03	2,70	6,65%	9,36%	4,53%	79%	63%
SudComm.	Pug	Costruzioni	costruzioni	E	0,5	-39,7%	350	368	11,76	3,97%	3,97%	-	100%	0%
TBS Group	Friu	Dispositivi medici e ICT	ict	C	217	-17,8%	2,98	1,18	2,79	2,87%	9,24%	4,83%	78%	27%
TerniEnergia	Umb	Produzione energia da rinnovabili	energy	C	67	14,5%	10,91	2,51	1,73	7,52%	18,50%	3,45%	22%	26%
Tesi Square	Pie	ICT per commercio e industria	ict	E	17	5,61%	1,39	0,72	7,26	3,35%	5,81%	7,21%	34%	10%
Tesmec	Lom	Impianti per trasporto dati e materiali	costruzioni	C	114	11,4%	3,53	1,6	2,93	11,0%	17,15%	-5,24%	41%	84%
Trevi	Emi	Costruzioni, OIL&GAS, Energia	costruzioni	C	1276	7,19%	3,00	1,03	4,79	6,29%	11,27%	10,4%	62%	92%
TE Wind	(Lux)	Produzione energia eolica	energy	C	0,13	-26,0%	-58,1	1,42	-0,13	-78,4%	-68,8%	-	99%	0%

Nota: in grassetto le PMI. Evidenziate in verde le società controllate i cui parametri di bilancio indicati sono quelli della capogruppo non emittente. Sottolineate le società i cui titoli sono stati sottoscritti anche da fondi chiusi. * Per JSH Group e Iacobucci non sono disponibili gli Interst coverage ratio perché si è fatto affidamento ai valori del rating di Crif che ne è sprovvisto. ** Per Exprivia Healthcare, Fri-EL Biogas, Molinari e Innovatec i fatturati degli emittenti sono di € 17, 21, 23 e 30 milioni, rispettivamente. C. = bilancio consolidato; E. = bilancio d'esercizio. *Elaborazioni su dati di bilancio, rating, roadshow, interviste a emittenti e fondi*

4.6.2 Regioni e zone geografiche

A livello generale (Tabella 4.38), la maggior parte delle imprese operano in quelle regioni in cui, come si è potuto vedere nel capitolo 3, vi sono il maggior numero di “possibili target” (Lombardia, Veneto, Piemonte e Emilia Romagna). Segue la distribuzione geografica anche l’ammontare collocato (anche se in Veneto il consorzio Viveracqua da solo pesa per € 150 milioni). Per le imprese i cui minibond sono stati sottoscritti anche dai fondi, si osserva invece una buona distribuzione territoriale, non troppo concentrata nelle sole quattro principali regioni del nord. Tra le imprese non legate ai fondi, invece, c’è una notevole concentrazione di aziende con sede legale in Lombardia.

Tabella 4.38 Regioni

Ragioni	Tutte	fondi	altre
Lombardia	15	3	12
Piemonte	5	2	3
Veneto	5	3	2
Emilia Romagna	3	2	1
Lazio	2	1	1
Puglia	2	1	1
Trentino Alto Adige	2	2	
Basilicata	1	1	
Friuli Venezia Giulia	1	1	
Lussemburgo	1		1
Marche	1	1	
Sicilia	1		1
Toscana	1	1	
Umbria	1		1
Tot	41	18	23

Tabella 4.39 Analisi sulle Regioni

Tutti 41	N.	Coupon medio	Min	Max	Dev. std.	Collocato €	Emesso €
Sud & Isole*	5	5,64%	5,00%	6,00%	0,50%	41.278.000	45.200.000
Nord Est	11	5,82%	4,20%	6,80%	0,69%	282.250.000	305.000.000
Centro	5	6,11%	4,90%	8,00%	1,32%	96.950.000	96.950.000
Nord Ovest	20	6,77%	4,21%	10,00%	1,29%	132.000.000	157.850.000
Fondi 18	N.	Coupon medio	Min	Max	Dev. std.	Collocato €	Emesso €
Centro	3	5,22%	4,90%	5,75%	0,46%	67.000.000	67.000.000
Sud & Isole	2	5,60%	5,20%	6,00%		10.000.000	10.000.000
Nord Est	8	6,04%	5,50%	6,80%	0,42%	75.250.000	98.000.000
Nord Ovest	5	6,09%	5,00%	6,50%	0,62%	40.000.000	40.000.000
Altri 23	N.	Coupon medio	Min	Max	Dev. std.	Collocato €	Emesso €
Nord Est	3	5,23%	4,20%	6,25%	1,03%	207.000.000	207.000.000
Sud & Isole*	3	5,67%	5,00%	6,00%	0,58%	31.278.000	35.200.000
Nord Ovest	15	7,00%	4,21%	10,00%	1,39%	92.000.000	117.850.000
Centro	2	7,44%	6,88%	8,00%		29.950.000	29.950.000

*TE Wind, azienda lussemburghese, è stata inserita in Sud e Isole (luogo in cui svolge la sua attività).

Elaborazioni dati Documenti d’Ammissione, Bilanci e ExtraMOT Pro

Osservando tabella 4.39, nonostante il ristretto numero del campione, le imprese situate nel Sud & Isole, sebbene siano poche, pagano un tasso di interesse mediamente più basso rispetto agli altri e con un range di variazione dei tassi piuttosto contenuto, tra il 5 e il 6 per cento (è compreso però anche un project bond garantito da ipoteche). Se si guarda, invece, ai due campioni più numerosi, a livello generale le imprese situate nelle regioni del Nord Est pagano un tasso medio minore di circa 97 bps rispetto a quelle del Nord Ovest. In questa ultima zona sono concentrate, infatti, la quasi totalità di aziende (esclusa solo Iacobucci situata nel Centro) che pagano tassi superiori al 7 per cento.

4.6.3 Settore merceologico

Come si può osservare in tabella 4.40, sul mercato è possibile individuare otto macro categorie merceologiche; alcune più vaste (industrial, service, costruzioni, final good e leisure) e altre più ristrette (utilities, energy e ICT). Questi ultimi tre settori sembrano essere quelli che interessano maggiormente gli investitori a livello generale (campione dei 41). Anche il manifatturiero, nonostante l’eterogeneità dei suoi componenti, rappresenta comunque un buon numero di emissioni (9), con 4 aziende attive specificatamente nel settore della lavorazione di materiali plastici (MPG, SIGIT, GSI e INglass). Con riguardo ai fondi, il settore più attrattivo sembra essere invece l’ICT, che a fine dicembre ha visto entrare nel mercato altre due aziende (di cui una legata a un fondo) ad esso collegate (Dedagroup e Corvallis) portando il numero di emittenti totali a 6.

Se si escludono le aziende attive nel settore utilities ed energy, sembra che il mercato segua la distribuzione delle potenziali target di capitolo 3, con una ovvia prevalenza di imprese manifatturiere.

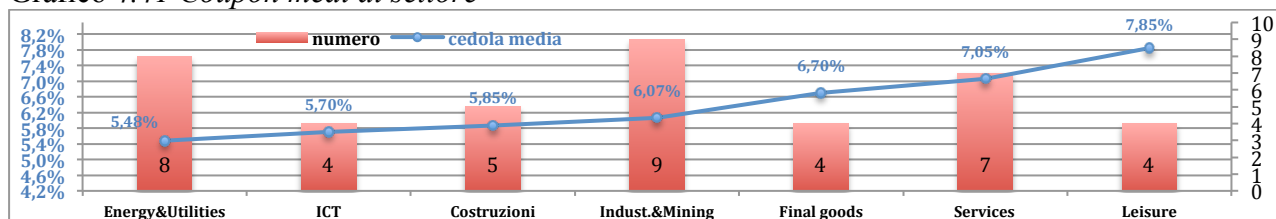
Tabella 4.40 *Analisi tra coupon e settori merceologici dei 41 emittenti*

Tutti 41	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. stnd.	Collocato	Emesso
Utilities	3	5,067%	4,200%	6,000%	0,902%	€ 203.000.000	€ 203.000.000
ICT	4	5,700%	5,200%	6,500%	0,560%	€ 32.250.000	€ 34.000.000
Energy	5	5,731%	4,900%	6,875%	0,811%	€ 54.778.000	€ 58.700.000
Costruzioni	5	5,850%	5,250%	6,000%	0,335%	€ 108.000.000	€ 112.000.000
Industrial	9	6,073%	4,209%	8,000%	1,072%	€ 59.350.000	€ 59.350.000
Final good	4	6,700%	5,750%	8,000%	0,967%	€ 34.500.000	€ 42.000.000
Services	7	7,054%	6,100%	8,125%	0,788%	€ 44.300.000	€ 54.000.000
Leisure	4	7,849%	5,771%	10,000%	1,746%	€ 16.300.000	€ 41.950.000
Fondi 18	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. stnd.	Collocato	Emesso
Energy	1	4,900%				€ 12.000.000	€ 12.000.000
Utilities	2	5,500%	5,000%	6,000%		€ 53.000.000	€ 53.000.000
ICT	3	5,733%	5,200%	6,500%	0,681%	€ 30.250.000	€ 32.000.000
Leisure	1	5,771%				€ 9.000.000	€ 30.000.000
Industrial	6	5,950%	5,000%	6,500%	0,540%	€ 46.000.000	€ 46.000.000
Costruzioni	1	6,000%				€ 5.000.000	€ 5.000.000
Services	2	6,250%	6,100%	6,400%		€ 12.000.000	€ 12.000.000
Final good	2	6,275%	5,750%	6,800%		€ 25.000.000	€ 25.000.000
Altri 23	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. stnd.	Collocato	Emesso
Leisure	3	8,542%	7,500%	10,000%	1,301%	€ 7.300.000	€ 11.950.000
Services	5	7,375%	6,500%	8,125%	0,685%	€ 32.300.000	€ 42.000.000
Final good	2	7,125%	6,250%	8,000%		€ 9.500.000	€ 17.000.000
Industrial	3	6,320%	4,209%	8,000%	1,932%	€ 13.350.000	€ 13.350.000
Energy	4	5,939%	5,000%	6,875%	0,767%	€ 42.778.000	€ 46.700.000
Costruzioni	4	5,813%	5,250%	6,000%	0,375%	€ 103.000.000	€ 107.000.000
ICT	1	5,600%				€ 2.000.000	€ 2.000.000
Utilities	1	4,200%				€ 150.000.000	€ 150.000.000

Elaborazioni dati Bilanci e ExtraMOT Pro

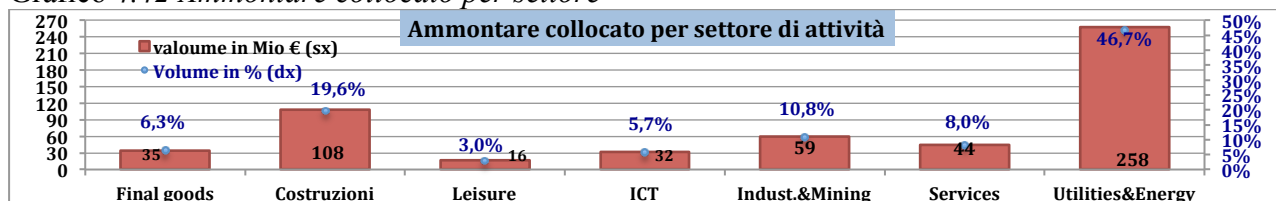
Guardando il grafico 4.41, le imprese attive nel settore: utilities, energy, ICT e costruzioni, oltre a collocare quanto emesso pagano una cedola media più bassa, con un tasso cedolare del singolo mai oltre il 6,875 per cento.

Grafico 4.41 *Coupon medi di settore*



Elaborazioni dati ExtraMOT Pro e Bilanci

Grafico 4.42 *Ammontare collocato per settore*



Elaborazioni dati ExtraMOT Pro e Bilanci

Guardando, invece, il grafico 4.42, i settori utilities e energy, assieme, rappresentano in termini di volumi, quasi il 50 per cento del mercato con 258 milioni collocati (dopotutto,

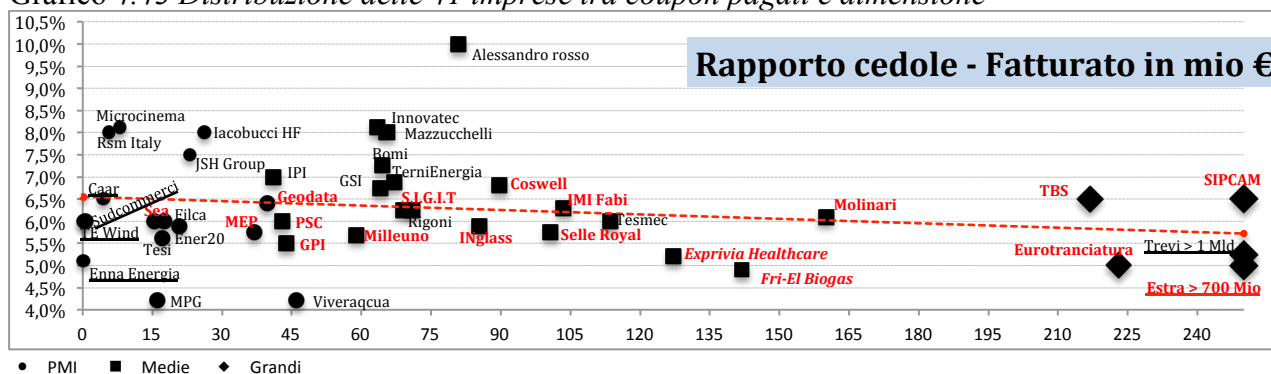
Viveracqua e Estra hanno emesso € 200 milioni in totale). Anche le costruzioni rappresentano una buona fetta del mercato (Trevi da sola ha collocato € 50 milioni).

4.6.4 Dimensione e provenienza dei ricavi

Solo 16 aziende, su un totale di 41, sono riconoscibili (secondo la definizione valida in Europa¹⁰⁹) come PMI. Un numero decisamente basso rispetto alle aspettative teorizzate inizialmente dal legislatore. Inoltre, non si notano controtendenze rispetto all'evoluzione temporale, anzi, la maggior parte delle PMI sono entrate nel mercato quando il numero degli emittenti totali era ancora basso. I fondi, da parte loro, hanno giocato un ruolo marginale non aiutando in modo significativo l'ingresso delle PMI nel mercato dei minibond. Infatti, hanno investito solo in tre titoli di PMI (senza considerare i casi di Molinari, Exprivia Healthcare che fanno parte di gruppi industriali medio-grandi).

Facendo, invece, riferimento al fatturato, nel grafico 4.43 si osserva che, sei¹¹⁰ aziende non rientrano tra le "potenziali target" con fatturati compresi tra i 5 e i 250 milioni di euro. Nessun fondo ha investito però nelle imprese entro il limite inferiore di una target (€ 5-10 milioni). In realtà tutte le 18 imprese legate ai fondi, fatturano cifre superiori a € 15 milioni. All'opposto poi, tre fondi hanno investito in un'impresa che non rispettano di molto il limite superiore delle potenziali target¹¹¹ (oltre € 250 milioni). Tuttavia, essendo legata a un minibond generato da una banca e non da un fondo, il limite dei 250 milioni di euro di una potenziale target è rispettato.

Grafico 4.43 Distribuzione delle 41 imprese tra coupon pagati e dimensione



Quando le imprese si trovano sul limite destro significa che i loro valori sono fuori scala. Evidenziate in rosso le imprese in cui i fondi chiusi hanno investito. Sottolineate le imprese con un fatturato maggiore o minore di una potenziale target. Retta di regressione tratteggiata: $Y = 0,06553 - 3,32702e^{-05} * \text{fatturato mio €}$ (R-quadro = 0,043765). *Elaborazioni su dati di bilancio e ExtraMot Pro*

Se si considerano minibond anche le obbligazioni nell'intorno massimo di 50 milioni di euro è normale che le aziende che li emettono abbiano fatturati tali per cui non sia necessario garantire il titolo con delle garanzie reali per permettersi dei tassi di interesse competitivi (come nel caso dei project bond). Tuttavia, come per le piccole e medie imprese con fatturato inferiore a € 10 milioni, si suppone che aziende della dimensione di ESTRA rappresenteranno nei portafogli dei fondi chiusi delle eccezioni. Una volta osservati i dati sul mercato, si possono quindi escludere dalle potenziali target di capitolo 3 le imprese con un fatturato inferiore a € 10 milioni. Il numero di potenziali target definitivo sembrerebbe quindi essere di 4256 aziende.

¹⁰⁹ Si rimanda all'articolo 3 del decreto del Ministero delle Attività Produttive del 18 aprile 2005.

¹¹⁰ Trevi, Estra, Caar, Enna Energia, Sudcommerci e TE Wind

¹¹¹ Duemme, Compass AM e Pioneer hanno investito nel minibond da € 50 milioni di ESTRA.

Per quanto riguarda il legame tra tassi di interesse e dimensione delle imprese, solamente le aziende con fatturato maggiore a € 85 milioni pagano mediamente meno, con tassi cedolari che non superano mai il 6,8 per cento (grazie a questo la retta di regressione è inclinata negativamente). Mentre, già tra quelle con fatturato superiore a € 70 milioni, nessuna ha collocato meno dell'importo emesso.

Tabella 4.44 Confronto tra coupon e categoria dimensionale

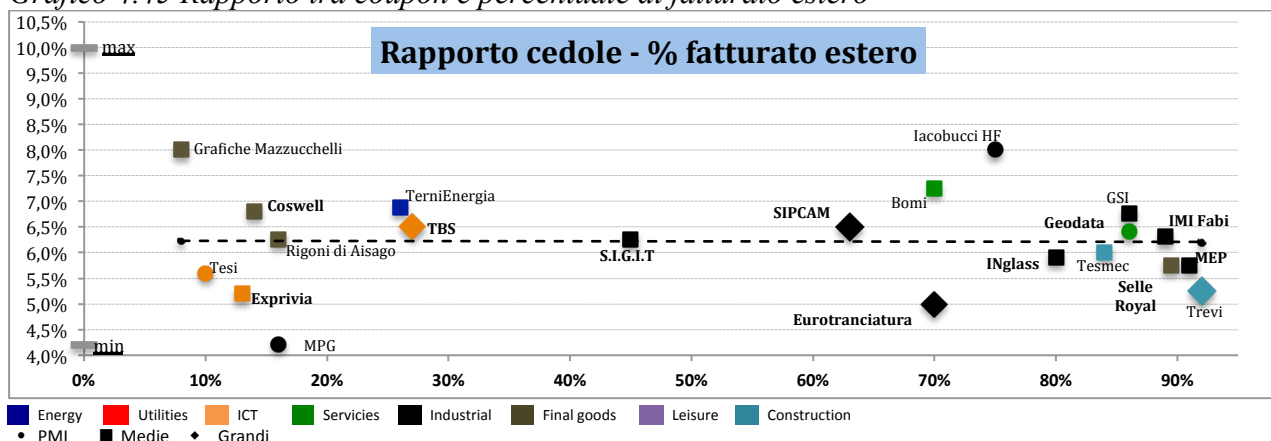
Tutti 41	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. stnd.	Collocato	Emesso
Grandi	5	5,650%	5,000%	6,500%	0,783%	€ 135.000.000	€ 135.000.000
PMI	16	6,198%	4,200%	8,125%	1,218%	€ 238.028.000	€ 252.100.000
Medie	20	6,536%	4,900%	10,000%	1,164%	€ 179.450.000	€ 217.900.000
Fondi 18	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. stnd.	Collocato	Emesso
Grandi	4	5,750%	5,000%	6,500%	0,866%	€ 85.000.000	€ 85.000.000
Medie	11	5,861%	4,900%	6,800%	0,531%	€ 92.250.000	€ 115.000.000
PMI	3	6,050%	5,750%	6,400%	0,328%	€ 15.000.000	€ 15.000.000
Altri 23	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. stnd.	Collocato	Emesso
Grandi	1	5,250%				€ 50.000.000	€ 50.000.000
PMI	13	6,232%	4,20%	8,13%	1,352%	€ 223.028.000	€ 237.100.000
Medie	9	7,361%	6,00%	10,00%	1,214%	€ 87.200.000	€ 102.900.000

Note: PMI è valida la definizione europea¹¹², Medie non PMI e con fatturato minore di € 200 milioni. Grandi: fatturano più di € 200 milioni. Il consorzio Viveracqua è considerato PMI, in quanto al suo interno a parte Etra Spa è composto da piccole e medie imprese.

Elaborazioni su dati di Bilancio e ExtraMOT Pro

Con riferimento invece alle tre categorie dimensionali (Tabella 4.44), attualmente a livello generale le PMI pagano quanto medie e grandi assieme. Soprattutto a causa delle imprese riconosciute come medie. Infatti, le grandi, oltre a collocare quanto emesso, pagano meno in assoluto (con singole cedole mai superiori al 6,5 per cento). Non necessariamente quindi le PMI o le società con ridotti fatturati pagano di più o sono meno attrattive (in termini di somme collocate) rispetto alle imprese di media dimensione¹¹³.

Grafico 4.45 Rapporto tra coupon e percentuale di fatturato estero



Nota: sono rappresentate solo le aziende che esportano. Le due barre (MIN, MAX) rappresentano invece il campo di variazione dei tassi sui minibond collegati a imprese che alla data dell'ultimo bilancio non registravano ricavi dall'estero. In **grassetto** le imprese i cui minibond sono stati sottoscritti anche dai fondi. Retta di regressione tratteggiata: $0,0623912 - 0,00031494 * \% \text{ fatturato estero}$, (R-quadro 0,000126). Elaborazioni su dati di Bilancio e ExtraMOT Pro.

Dal grafico 4.45, a parità di altre condizioni, la maggior o minor esposizione verso i mercati stranieri non influisce sul tasso cedolare. Anche se si facesse riferimento alla diversificazione dei mercati esteri le cose non cambiano, in quanto nessuna delle aziende che si trovano oltre il 50 per cento in ascissa è esposta ad un solo mercato o a mercati più

¹¹² Numero di dipendenti compreso tra i 10 e i 250 e con fatturato o Tot Attivo compreso tra i 2 e 50 milioni di euro nel primo caso, o 2 e 43 milioni di euro nel secondo. Quando disponibile il riferimento viene fatto sulla Controllante.

¹¹³ Le cose non cambiano se al posto dei valori delle società controllanti Capogruppo non emittenti (Exprivia, DAEM, FRI-EL e Innovatec) si fossero considerati i valori delle controllate emittenti (Exprivia Healthcare, Molinari, Fri-EL-Biogas e Kinexia).

instabili (intesi come economie emergenti). Le uniche aziende che pagano tassi cedolari più bassi e che non superano il 6,75 per cento, sono (per il momento) quelle con un'esposizione ai mercati esteri maggiore o uguale all'80 per cento.

Con riferimento, invece, alla tabella 4.46 (imprese esportatrici e non) i risultati che si possono trarre sulle cedole sono molto simili a quelli osservati in tabella 4.27 riguardo alle imprese con (e senza) l'obiettivo strategico di internazionalizzarsi o consolidare la posizione nei mercati stranieri.

Tabella 4.46 Confronto tra coupon e imprese attive all'estero

Tutte 41	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. Std.	Collocato	Emesso
Attive all'estero	21	6,216%	4,209%	8,000%	0,926%	€ 214.350.000	€ 221.850.000
Non attive all'estero	20	6,380%	4,200%	10,000%	1,385%	€ 338.978.000	€ 383.150.000
Fondi 18	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. Std.	Collocato	Emesso
Non attive all'estero	7	5,610%	4,900%	6,100%	0,493%	€ 94.250.000	€ 117.000.000
Attive all'estero	11	6,032%	5,000%	6,800%	0,567%	€ 98.000.000	€ 98.000.000
Altre 23	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. Std.	Collocato	Emesso
Attive all'estero	10	6,418%	4,209%	8,000%	1,208%	€ 116.350.000	€ 123.850.000
Non attive all'estero	13	6,795%	4,200%	10,000%	1,543%	€ 243.878.000	€ 266.150.000

Elaborazioni su dati di bilancio e ExtraMOT Pro

Elencati di seguito gli aspetti più interessanti del paragrafo.

- A livello generale, come da ricerca sulle potenziali target, il maggior numero di emittenti è dislocato nelle principali regioni del nord (soprattutto Lombardia). I fondi chiusi, invece, pur investendo soprattutto nelle imprese dislocate nelle regioni del nord Italia non disdegnano aziende con buoni indici di bilancio storici posizionate nelle regioni del centro e del sud.
- A livello generale i settori più attrattivi per gli investitori sono: il manifatturiero, l'ICT, energie rinnovabili e utilities. Gli ultimi tre sono anche quelli che pagano un tasso cedolare minore (assieme al settore costruzioni).
- Sebbene inizialmente l'ExtraMOT Pro si rivolgesse soprattutto alle PMI, queste continuano a rappresentare la minoranza del mercato, soprattutto tra quelle sottoscritte dai fondi. Questi ultimi, infatti, non trovano attraenti le PMI se non fanno già parte di grandi gruppi industriali, oppure, se non hanno fatturati comunque elevati (superiori a € 15 milioni). Le imprese con fatturati piuttosto contenuti hanno, quindi, maggiori probabilità di emettere minibond quotati rivolgendosi ad altri investitori professionali (soprattutto banche, SIM e *asset manager*).
- Alla luce dei dati sulle operazioni portate a termine dai fondi chiusi, si potrebbe alzare il limite delle potenziali target, individuate nel capitolo 3, a 10 milioni di euro anziché a 5, individuando così 4256 aziende target, piuttosto di 6579.

4.7 Analisi sugli indici di bilancio delle imprese emittenti

Nelle analisi successive verranno presentate tutte e 41 le imprese precedentemente selezionate, per analizzare se i loro indici di bilancio (disponibili alla data dei collocamenti) hanno influenzato i tassi cedolari e se gli stessi sono ricompresi (oppure no) tra quelli minimi desiderati dai fondi chiusi. Questi parametri di bilancio (d'ora in poi chiamati anche "vincoli" o "limiti") sono elencati nella tabella 4.47 e corrispondono a quelli delle potenziali target elencati nel capitolo 3. L'obiettivo è anche quello di analizzare se, tra le aziende che non rispettano i parametri di una potenziale target, ce ne sono alcune i cui minibond sono stati sottoscritti anche dai fondi.

Tabella 4.47 *Indici minimi richiesti dai fondi chiusi per le analisi di screening*

Classi di Fatturato	PFN/EBITDA	PFN/PN	EBITDA/O.F.	EBITDA/fatturato	EBIT/fatturato
tra 5 e 10 Mio €	≤ 4	≤ 2	≥ 2,85	≥ 10%	≥ 2,5%
tra 10 e 20 Mio €	≤ 4	≤ 2	≥ 2,85	≥ 7%	≥ 2,5%
tra 20 e 50 Mio €	≤ 5	≤ 3	≥ 2,85	≥ 7%	≥ 2,5%
tra 50 e 250 Mio €	≤ 5	≤ 3	≥ 2,85	≥ 5%	≥ 2,5%

Elaborazioni su dati dei fondi chiusi

Alcuni dei parametri di una target, presentano una correlazione (positiva o negativa) con i tassi cedolari. Più chiara se si distingue tra PMI e medio-grandi aziende (Tabella 4.48).

Tabella 4.48 *Matrice di correlazione tra tassi di interesse e indici di bilancio*

Coefficienti di correlazione tra il tasso e gli indici di bilancio più rilevanti delle 41 imprese							
	Fatturato	ROE	PFN/EBITDA	PFN/PN	EBITDA/OF	EBIT margin	EBITDA margin
Coupon PMI (16)	-0,2205	-0,3625	0,0455	0,015	-0,4733	-0,3559	-0,431
Coupon Altre (25)	-0,3895	0,1268	0,3226	0,7814	-0,1872	-0,3728	-0,2474

Nota: più i colori si fanno intensi maggiore è la correlazione (positiva, verde o negativa, rossa) tra tasso cedolare e indice di bilancio.

Elaborazioni dati: Bilanci, rating pubblici, interviste telefoniche agli investitori, *roadshow*. Elaborazioni su dati di Bilancio

Osservando la matrice, dato lo scarso numero del campione, sembrerebbe che in realtà solo l'*interest coverage ratio* (EBITDA/OF) e l'EBITDA margin delle PMI e il *leverage ratio* (PFN/PN) delle medio-grandi aziende abbiano una correlazione significativa (negativa nei primi casi e positiva nel terzo) con il tasso cedolare pagato sui minibond.

Quindi, per l'impossibilità di dimostrare una forte dipendenza tra i tassi e i principali indici attraverso la matrice delle correlazioni, si è proceduto ad una analisi più analitica su ogni singolo parametro non ancora osservato. Questo al fine di dimostrare se effettivamente chi rispetta i parametri di una potenziale target paga un tasso di interesse medio minore. Dopotutto, se si considera che nella parte variabile dei modelli di pricing di un minibond, oltre al rischio di tasso e paese, anche il merito creditizio dell'emittente al momento del collocamento gioca un ruolo decisivo, allora guardando anche solo agli indici di bilancio più significativi si può riuscire a capire se le aziende con gli indici storici migliori pagano effettivamente di meno rispetto alle altre¹¹⁴. Qualche volta, tuttavia, il tasso cedolare sui minibond può dipendere maggiormente dalle condizioni del mercato e delle prospettive di crescita di un settore. In tali circostanze potrebbe infatti accadere che alcune imprese riescano comunque a strappare dei tassi cedolari relativamente competitivi agli investitori,

¹¹⁴ Riguardo a una analisi più tecnica, non è stato possibile intraprendere ricerche di tipo statistico-econometrico usando gli Z score delle Agenzie di rating e i modelli di pricing, sia per le scarse attese sui titoli quotati sia per la mancata partecipazione delle Agenzie a fornire le tabelle che permettono di applicare gli Z-score a seconda del settore e della dimensione delle imprese. Bisognerà aspettare qualche altra decina di emissioni oppure una partecipazione più attiva delle Agenzie, prima di poter prendere in mano qualche modello e poterne trarre qualche tendenza significativa.

nonostante abbiano registrato in passato indici di bilancio poco soddisfacenti. Tuttavia gli operatori specializzati (BPVi e fondi chiusi in primis) che stanno portando sul mercato (illiquido) i primi minibond quotati, cercano per il momento i migliori candidati possibili, evitando quelli su cui si può avere dei dubbi (per scarsa documentazione e trasparenza) o su cui non vi è molto interesse da parte degli investitori. Molte potenziali emissioni sono state rimandate o annullate anche perché gli investitori non ritenevano abbastanza sicuri gli emittenti sulla base dei loro indici di bilancio.

La successiva analisi piuttosto che dare dei giudizi sui tassi di interesse applicati sui minibond¹¹⁵, vuole quindi cercare di orientare il potenziale emittente a capire nella realtà dei fatti se, con i suoi dati di bilancio più sensibili, può avere qualche speranza di essere presa in considerazione da qualche fondo chiuso per la prima delle tre fasi necessarie ad emettere un minibond (*screening*).

Di seguito sono evidenziati alcuni punti critici da tenere in considerazione nelle elaborazioni successive.

1. Gli indici di bilancio si riferiscono a materiali disponibili pubblicamente al momento della quotazione: rating pubblici, *roadshow* di BPVi pubblicati da Finanzaonline su Youtube, ultimi bilanci disponibili al momento della quotazione.
2. In questo capitolo l'EBITDA e la PFN sono calcolati in modo diverso rispetto a quello precedente relativo alla ricerca delle "potenziali target" dei fondi chiusi (capitolo 3). Entrambi hanno un valore maggiore rispetto a quelli individuati con Aida, coerente con i principi IAS/IFRS.
3. Gli indici di bilancio associati alle imprese sono, quando disponibili, quelli relativi ai bilanci consolidati. In caso di assenza di bilanci consolidati si sono presi quelli individuali.¹¹⁶
4. L'analisi si concentra solamente sugli ultimi dati disponibili al momento della quotazione. L'analisi storica quantitativa non vi è ricompresa per mancanza di informazioni dettagliate comparabili.
5. Le due aziende di IPI e Sudcommerci che hanno emesso titoli garantiti da ipoteche, sono state inseriti nelle analisi solamente per il confronto sulle aziende target, mentre non sono state considerate nel confronto tra indici e cedole, per evitare distorsioni sulle tendenze.
6. Per JSH Group e Iacobucci HF, società che hanno tra le loro fila una serie di società controllate al momento dell'emissione del minibond, pur non essendo tenute a redigere il bilancio consolidato, sono stati considerati gli indici di bilancio consolidati preconsuntivi dei rating pubblici (escluso l'*interest coverage ratio* che non è disponibile).
7. Data la grande differenza nei valori degli indici delle imprese, l'asse delle ordinate nei grafici successivi è limitato nei valori massimi e minimi. Per i valori puntuali associati alle imprese che si trovano agli estremi (destra e sinistra) dei grafici, si consiglia di guardare la tabella 4.37, in cui sono rappresentati puntualmente i valori numerici effettivi.

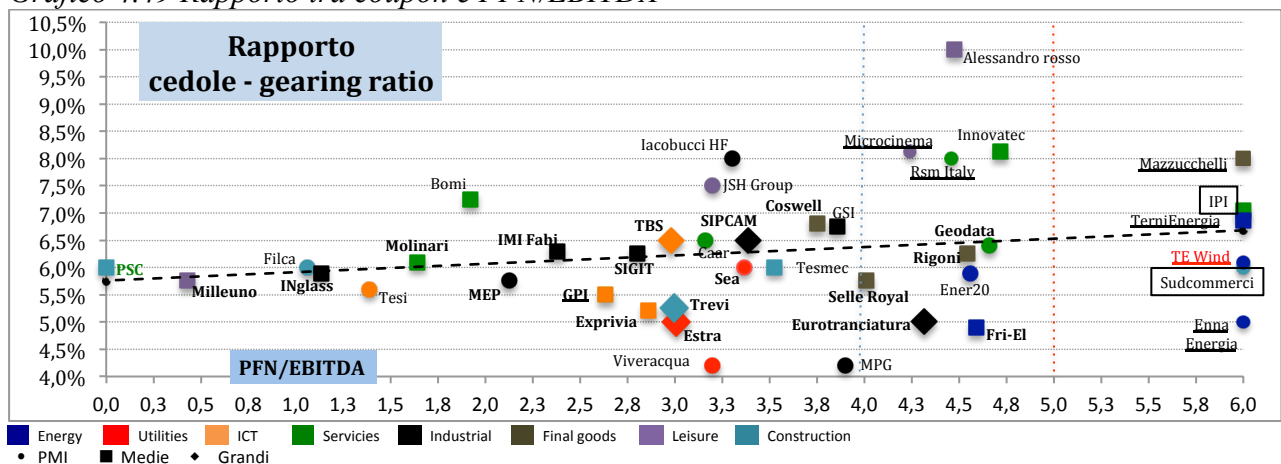
¹¹⁵ Analisi statistiche significative tra indici e coupon richiedono, infatti, una mole di emissioni maggiori per ridurre l'effetto distorsivo di casi particolari.

¹¹⁶ Qualora l'impresa emittente non sia una Capogruppo si è comunque considerato il bilancio consolidato predisposto dalla Capogruppo della società emittente. In questi casi non si sono comunque riscontrate differenze significative tra indici di bilancio dell'emittente e quelli consolidati della controllante Capogruppo, con l'unica eccezione di Innovatec, per cui si è comunque scelto il bilancio della Capogruppo Kinexia la quale funge da garante qualora altri soggetti, oltre all'attuale unico investitore, decidessero di sottoscrivere ulteriori quote del titolo.

4.7.1 PFN su EBITDA

Il primo indice esaminato, essenziale nelle fasi di *screening* delle aziende target, nonché il più diffuso tra i covenant finanziari degli emittenti, è il PFN/EBITDA. Tale indice di bilancio rientra tra quelli per esaminare la solidità patrimoniale dell'emittente nelle fasi di *due diligence*. È un indice che, in qualche modo, informa sulla capacità delle aziende di rimborsare il debito, nonché sulla sua sostenibilità. Lo stesso indice può essere letto come, il numero di anni necessari affinché l'azienda sia in grado di rimborsare il debito esistente sulla base della capacità attuale della stessa di generare cassa. È sicuramente uno degli indici su cui gli investitori fanno maggiore attenzione.

Grafico 4.49 Rapporto tra coupon e PFN/EBITDA



Note: le Grandi sono come le Medie ma con fatturato > € 200 milioni. Colorate in rosso le aziende con EBITDA negativo, in verde quelle con PFN negativo. In **grassetto** le aziende i cui titoli sono stati sottoscritti anche dai fondi chiusi. Sottolineate le imprese che non rispettano il parametro della potenziale target. Le imprese nel quadrato non sono considerate nell'analisi sui tassi di interesse. Retta di regressione nera tratteggiata: $y=0,0576+0,00154*PFN/EBITDA$, ($R\text{-quadrato}=0,043$). *Elaborazioni dati: Bilanci, roadshow, rating pubblici, investitori*

Le due linee tratteggiate (azzurra e rossa) nel grafico 4.49, rappresentano i due limiti osservati per le “potenziali target”. Quella in corrispondenza del 4 in ascissa è per le aziende con fatturati inferiori a € 20 milioni e quella posizionata sul 5 è il limite masso per tutte le altre.

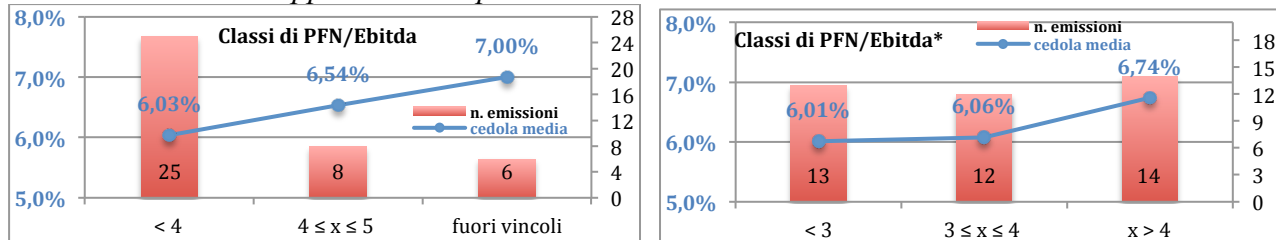
Osservazioni.

- Ben otto aziende non rispettano il parametro di una potenziale target. Nessun fondo chiuso ha però investito in queste otto aziende.
- Le aziende attive nel settore delle energie rinnovabili, nonostante possiedano mediamente un indice maggiore rispetto a quello degli altri settori, riescono comunque a pagare una cedola media tra le più basse. Le aziende attive negli altri settori collegati a un tasso cedolare medio minore (costruzioni, ICT e Utilities), al contrario, dispongono di migliori indici.
- Indipendentemente dalla dimensione delle imprese, la volatilità nei tassi cedolari aumenta in corrispondenza del superamento del valore di 3 in ascissa. Da 76 bps di deviazione standard per i valori a sinistra del 3 si passa a 139 bps per i valori a destra. A sinistra del valore 3, inoltre, nessuna impresa, a parte Bomi, paga più del 6,5%. Distinguendo, invece, le imprese per dimensione, le cedole più alte attribuite alle PMI si trovano al di là del valore di 3, mentre le cedole più alte collegate alle imprese medie e grandi, si trovano al di là del valore di 4. Nel caso generale, questi due valori (3 e 4)

dell'indice, sono collegati a uno *Z-score investment grade*¹¹⁷, rispettivamente per le PMI e per le medio-grandi. Quindi, le imprese che non possiedono degli indici inferiori a 3 o 4 (a seconda della dimensione) hanno maggiori probabilità di pagare dei coupon superiori al 6,5%.

- Attualmente coloro che rispettano i parametri di una potenziale target pagano un tasso medio minore rispetto alle altre (grafico 4.50).
- Il tasso cedolare medio, aumenta sensibilmente (grafico 4.51), solo oltre il valore di 4.

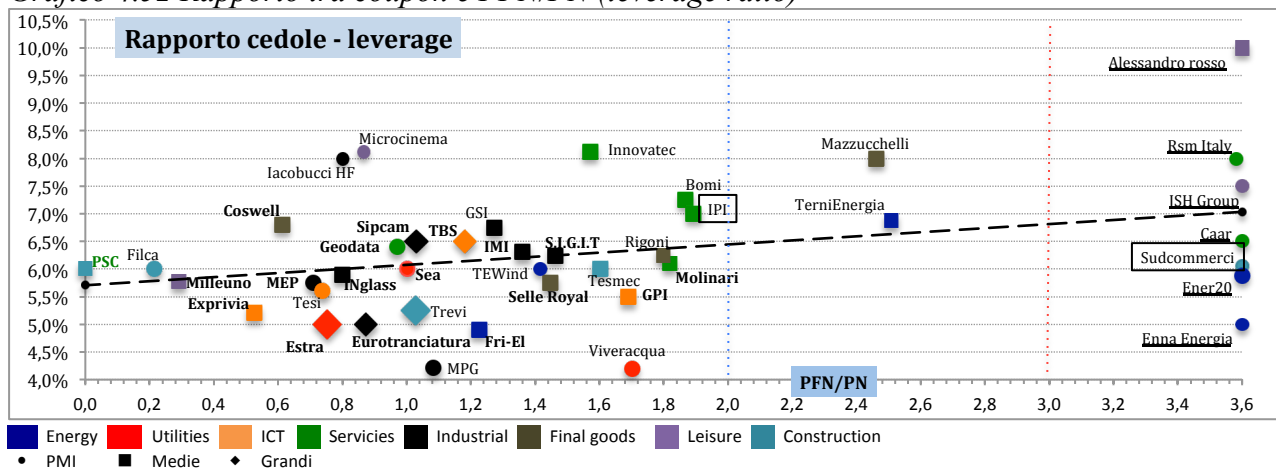
Grafici 4.50 e 4.51 Rapporto tra coupon medi e classi di PFN/EBITDA diverse



Elaborazioni dati: Bilanci, roadshow, rating pubblici, investitori

4.7.2 Leverage Ratio

Grafico 4.52 Rapporto tra coupon e PFN/PN (leverage ratio)



Note: le Grandi sono come le Medie ma con fatturato > € 200 milioni. Colorate in verde quelle con PFN negativo. In **grassetto** le aziende i cui titoli sono stati sottoscritti anche dai fondi chiusi. Le imprese nel quadrato non sono considerate nell'analisi sui tassi di interesse. Sottolineate le imprese che non rispettano il parametro della potenziale target. Retta di regressione nera tratteggiata: $Y = 0,0571 + 0,00368 * PFN/PN$, (R-quadro = 0,1114).

Elaborazioni dati: Bilanci, roadshow, rating pubblici, investitori

Il secondo indice di bilancio esaminato, molto diffuso tra i covenant finanziari degli emittenti, simile a quello precedente per il fatto che si ricollega a quel gruppo di indicatori in grado di rappresentare quantitativamente la solidità patrimoniale dell'azienda, è il leverage ratio. Anche nel grafico 4.52 sono presenti i due limiti previsti per le potenziali target. La linea azzurra, posizionata sul valore 2 in ascissa, corrisponde al limite minore per le aziende con fatturato inferiore a € 20 milioni. La linea rossa, posizionata sul 3 in ascissa, corrisponde invece al limite massimo per tutte le altre con fatturati superiori.

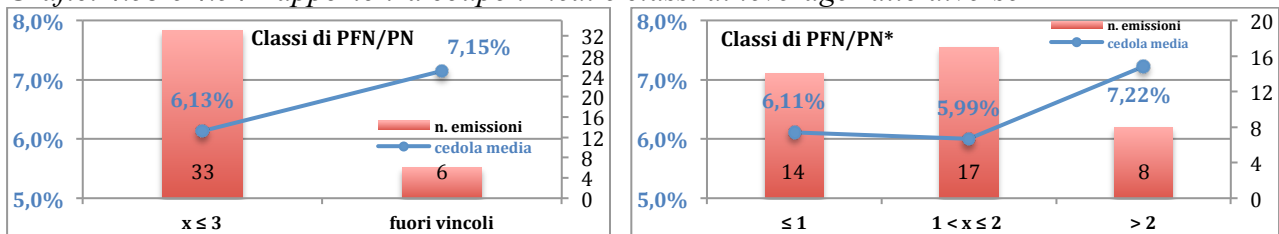
Osservazioni.

- Le imprese che non rispettano il *leverage ratio* di una potenziale target sono sette, tra cui tre già individuate precedentemente (RSM, Sudcommerci e EnnaEnergia) e quattro nuove (JSH, Caar, Alessandro Rosso, e Enerventi).

¹¹⁷ Fonte: Crif

- Anche in questo caso nessun fondo chiuso ha investito nei minibond di imprese che non rispettano i limiti sul parametro.
- Sono ancora poche le imprese con valori dell'indice compresi tra due e tre. La maggior concentrazione di imprese si trova, infatti, entro il limite di due (32 su 41).
- Anche in questo caso le imprese attive nel settore delle energie rinnovabili possiedono indici mediamente più elevati rispetto agli altri. Lo stesso vale per le aziende attive nel settore dei servizi ma, a differenza delle prime, queste pagano un tasso cedolare medio più alto.
- La maggior volatilità nelle cedole, a differenza che nel caso precedente (PFN/EBITDA) in cui diminuiva al migliorare dell'indice, la si può osservare solo per le imprese fuori vincolo massimo (sono ancora poche le imprese con un parametro compreso tra 2 e 3). La deviazione standard dei tassi di interesse di queste ultime è, infatti, di 177 bps, contro 101 delle altre.
- Le imprese che non rispettano i vincoli pagano un tasso medio decisamente superiore rispetto alle altre (grafico 4.53).
- Il tasso medio cedolare è decisamente minore solo dopo che l'indice è sceso sotto il valore di 2 (grafico 4.54).

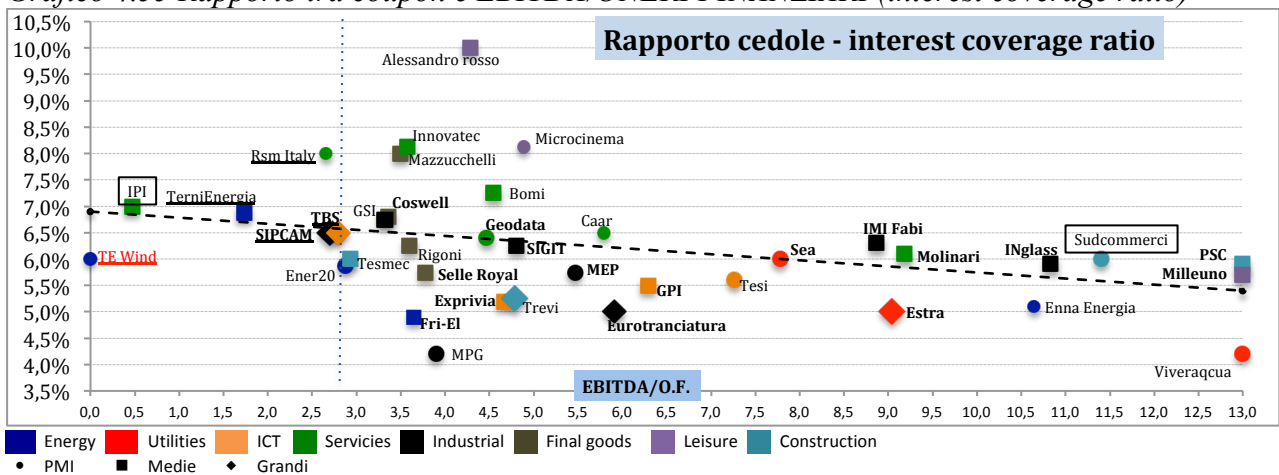
Grafici 4.53 e 4.54 Rapporto tra coupon medi e classi di leverage ratio diverse



Elaborazioni dati: Bilanci, roadshow, rating pubblici, investitori

4.7.3 Interest Coverage Ratio

Grafico 4.55 Rapporto tra coupon e EBITDA/ONERI FINANZIARI (interest coverage ratio)



Note: le Grandi sono come le Medie ma con fatturato > € 200 milioni. Colorate in rosso le aziende con EBITDA negativo. In **grassetto** le aziende i cui titoli sono stati sottoscritti anche dai fondi chiusi. Sottolineate le imprese che non rispettano il parametro della potenziale target. Le imprese nel quadrato non sono considerate nell'analisi sui tassi di interesse. Retta di regressione nera tratteggiata: $Y=0,0690 - 0,00115 * Ebitda/OF$, (R-quadro=0,135).

Elaborazioni dati: Bilanci, roadshow, rating pubblici, investitori

Terzo indice osservato, diffuso quanto il *leverage ratio* tra i covenant finanziari degli emittenti di minibond, è l'*interest coverage ratio*. Questo indicatore misura la capacità delle

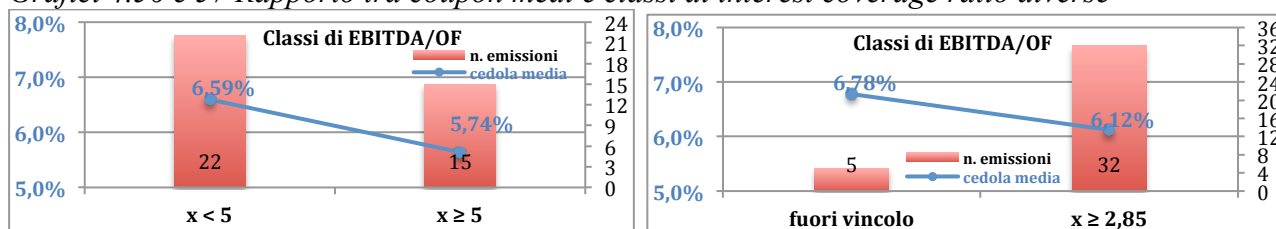
imprese di coprire gli oneri finanziari sulla base di un indicatore di cassa (l'EBITDA).

A differenza che nei due casi precedenti, qui i fondi specificano un solo limite e cioè quello rappresentato con la linea azzurra nel grafico 4.55, in corrispondenza al valore di 2,85 in ascissa (circa 35% se si invertono numeratore e denominatore).

Osservazioni.

- Le aziende che non rispettando il vincolo, sono sei. In questo caso, però, per la prima volta si trovano aziende i cui titoli sono stati sottoscritti anche da fondi chiusi. Queste due (Sipcam e TBS) sono però “grandi” aziende con fatturati superiori a € 200 milioni. Inoltre, pur violando di poco il limite, sono leader di mercato nei loro rispettivi settori e a tutte e due è stato attribuito un rating pubblico *investment grade* prima dell'emissione dei rispettivi minibond. Senza dimenticare poi che si tratta di due collocamenti pubblici gestiti da BPVi e non da un fondo. A seguito di quanto emerso non si ritiene quindi di dover abbassare il vincolo sull'*interest coverage ratio* per le aziende medio-grandi nella ricerca delle potenziali target di capitolo 3.
- Le aziende attive nel settore delle energie rinnovabili, ancora una volta, presentano un indice medio peggiore rispetto a quello di altri settori. Per cui si può affermare che, le imprese attive nel settore delle energie rinnovabili pagano di meno, nonostante valori medi elevati sui tre indici corrispondenti ai covenant finanziari più diffusi.
- Anche qui, come nel primo caso (PFN/EBITDA), la volatilità tra le cedole aumenta notevolmente oltre un certo punto, quello in corrispondenza del valore di 5 in ascissa. Per valori dell'indice inferiori a 5, la volatilità tra i coupon passa da 61 bps di deviazione standard a 129 bps.
- Per valori dell'indice superiori a 5, nessuna impresa, PMI o altre, paga un tasso maggiore del 6,5 per cento. Grazie a questo, la retta di regressione nel grafico 4.55 è inclinata negativamente rispetto alle cedole e il tasso cedolare medio pagato dalle imprese con un indice superiore a 5 è notevolmente più basso rispetto a quello pagato dalle altre (grafico 4.56).
- Anche in questo caso, le imprese che non rispettano il parametro di una potenziale target pagano un tasso medio maggiore rispetto alle altre aziende (grafico 4.57). Tuttavia, questa volta il range di variazione delle cedole è minore.

Grafici 4.56 e 57 Rapporto tra coupon medi e classi di interest coverage ratio diverse



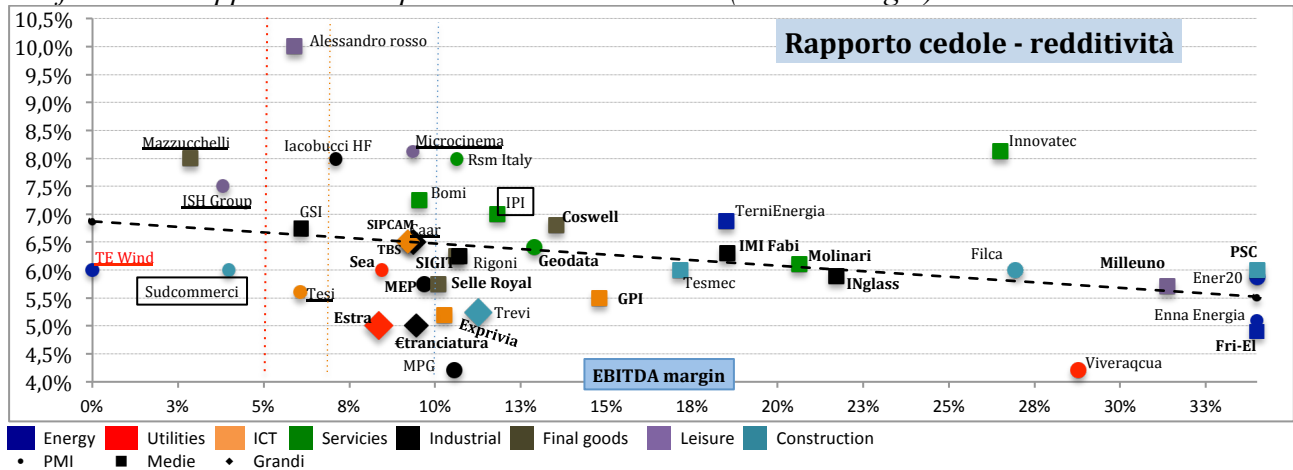
Elaborazioni dati: Bilanci, roadshow, rating pubblici, investitori

4.7.4 EBITDA margin

Quarto indice esaminato è l'EBITDA margin. Questo è un indicatore per misura, assieme al ROTA, al ROCE, al ROE e all'EBIT, la solidità del business delle aziende in fase di *due diligence*. Diversamente che nei tre casi precedenti, questa volta ci sono tre limiti, indicati con altrettante linee verticali tratteggiate (grafico 4.58). Il primo, posizionato sul 10%, si riferisce alle aziende con fatturato da 5 fino a 10 milioni di euro, il secondo, posizionato sul

7%, si riferisce alle aziende con fatturati da 10 fino a 50 milioni di euro e l'ultimo, posizionato sul 5%, è il limite massimo previsto per le aziende con fatturati superiori.

Grafico 4.58 Rapporto tra coupon e EBITDA/Fatturato (Ebitda margin)



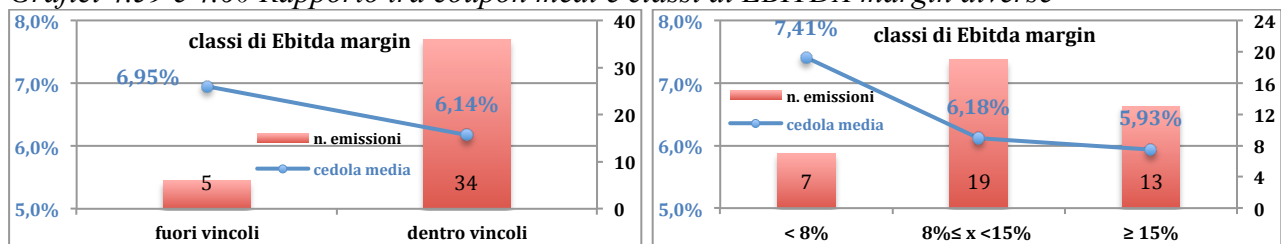
Note: le Grandi sono come le Medie ma con fatturato > € 200 milioni. Colorate in rosso le aziende con EBITDA negativo. In **grassetto** le aziende i cui titoli sono stati sottoscritti anche dai fondi chiusi. Sottolineate le imprese che non rispettano il parametro della potenziale target. Le imprese nel quadrato non sono considerate nell'analisi sui tassi cedolari. Retta di regressione nera tratteggiata: $Y=0,0687 - 0,0397*Ebitda\ margin$, (R-quadro=0,107).

Elaborazioni dati: Bilanci, roadshow, rating pubblici, investitori

Osservazioni.

- Le aziende fuori i rispettivi vincoli sono sette. A parte Tesi, tutte le altre sono già apparse almeno una volta tra le aziende che non rispettavano i parametri di una target.
- Le aziende che pur non superando ogni vincolo si trovano comunque sempre vicini ad essi, sono Alessandro Rosso, Grafiche Mazzucchelli, RSM e TE Wind.
- Anche in questo caso nessun fondo chiuso ha investito nei minibond di imprese che non rispettano i limiti sul parametro.
- Per la prima volta si osserva come le aziende attive nel settore delle energie rinnovabili possiedono i migliori indici (escludendo TE Wind).
- A parte per Innovatec (dato riferiti alla capogruppo) il possedere un indice tra i più elevati garantisce un tasso cedolare più basso.
- Il tasso cedolare medio pagato dalle imprese fuori vincoli (grafico 4.59) è maggiore rispetto a quello medio pagato dalle imprese che li rispettano.
- A valori dell'indice via via più elevati non corrispondono necessariamente cedole migliori anche se il tasso medio tende a scendere (grafico 4.60).

Grafici 4.59 e 4.60 Rapporto tra coupon medi e classi di EBITDA margin diverse



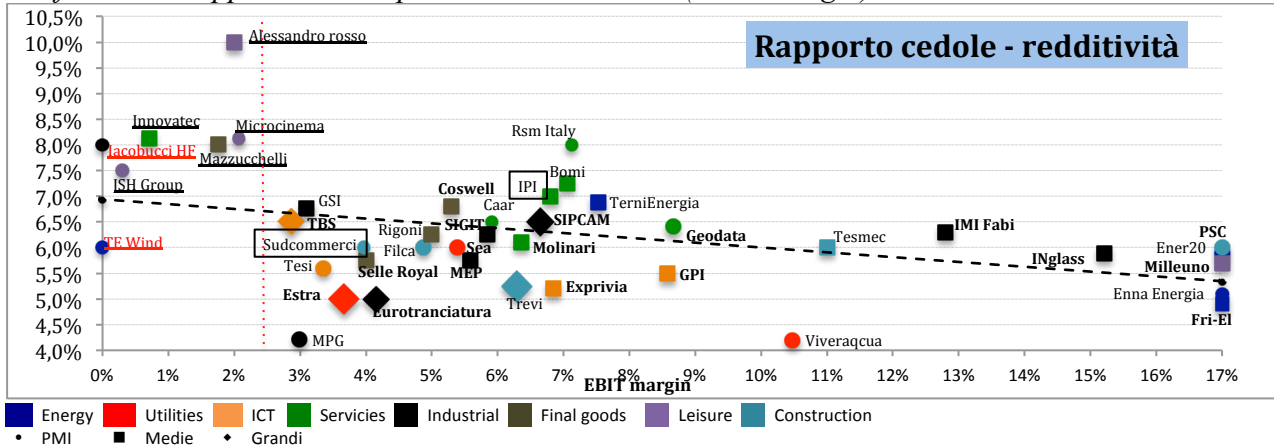
Elaborazioni dati: Bilanci, roadshow, rating pubblici, investitori

4.7.5 EBIT margin

Ultimo indice esaminato e simile a quello precedente, importante sia nelle fasi di *screening* e *due diligence* che negli eventuali *roadshow* di presentazione dei bilanci ai potenziali

obbligazionisti, è il valore dell'EBIT margin, più idoneo del precedente indice nel misurare la capacità di un'impresa di competere nel mercato. L'EBIT misura, infatti, la capacità delle imprese di generare ricchezza dalla gestione operativa (in poche parole la gestione *core*). Come per l'*interest coverage ratio* è disponibile solo un parametro limite (2,5%).

Grafico 4.61 Rapporto tra coupon e EBIT/Fatturato (EBIT margin)



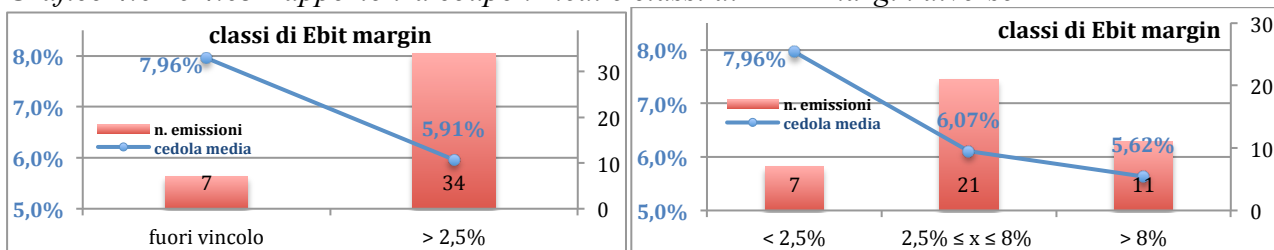
Note: le Grandi sono come le Medie ma con fatturato > € 200 milioni. Sottolineate in rosso le aziende con EBIT negativo. In **grassetto** le aziende i cui titoli sono stati sottoscritti anche dai fondi chiusi. Sottolineate le imprese che non rispettano il parametro della potenziale target. Le imprese nel quadrato non sono considerate nell'analisi sui tassi di interesse. Retta di regressione nera tratteggiata: $0,0694 - 0,0932 * \text{Ebit margin}$, (R-quadro=0,163).

Elaborazioni dati: Bilanci, roadshow, rating pubblici, investitori

Osservazioni.

- Sette sono le imprese che non rispettano il limite sul parametro (tra cui due nuove, Iacobucci e Innovatec).
- Anche in questo caso nessun fondo chiuso ha investito nei minibond di imprese che non rispettano il parametro di una potenziale target.
- Le imprese attive nel settore delle energie rinnovabili ancora una volta presentano un miglior indice medio (esclusa TE WIND).
- Più che nei casi precedenti, le aziende fuori vincolo, a parte Te Wind, presentano tassi cedolari maggiori (superiori al 7,5 per cento). Tutte le altre, ad eccezione della piccola RSM e di Bomi, pagano meno del 7,00 per cento.
- La differenza tra il tasso cedolare medio delle imprese fuori vincolo e le altre, è di ben 200 bps (grafico 4.62). Sembrerebbe quasi che l'EBIT margin di una potenziale target, qualora non venisse rispettato, influisca più di tutti gli indici precedenti sulla possibilità di ottenere un tasso di interesse sui minibond competitivo oppure no.
- Come nel caso precedente. A valori dell'indice via via più elevati non corrispondono necessariamente cedole migliori, anche se il tasso medio tende a scendere (grafico 4.63). Nessuno con un EBIT margin di oltre l'8% paga un tasso di interesse superiore al 6,4%.

Grafico 4.62 e 4.63 Rapporto tra coupon medi e classi di EBIT margin diverse



Elaborazioni dati: Bilanci, roadshow, rating pubblici, investitori

Elencati di seguito gli aspetti più interessanti del paragrafo.

- a) Gli indici di bilancio degli emittenti usati per discriminare le potenziali target (PFN/EBITDA, *leverage ratio*, *interest coverage ratio*, EBITDA margin e EBIT margin), seppur con qualche eccezione (dovuti magari al riferimento di dati troppo vecchi rispetto alla data di emissione, o al riferimento a una capogruppo piuttosto che all'emittente), influenzano correttamente i tassi cedolari applicati sui minibond, soprattutto quelli di chi non li rispetta.
- b) Le aziende attive nel settore energy (energie rinnovabili) nonostante possiedano indici di solidità patrimoniale o di copertura degli interessi mediamente peggiori rispetto alle altre, pagano mediamente meno per il fatto che, presumibilmente, godono di migliori aspettative future dipese da margini sui ricavi mediamente più elevati.
- c) Sebbene nel mercato ci siano emittenti con indici di bilancio non conformi a quelli di una potenziale target di un fondo, questi ultimi hanno investito solo in imprese che li rispettano tutti. Unica eccezione, l'*interest coverage ratio* di due grandi aziende, leader nei rispettivi mercati, che hanno emesso minibond originati e strutturati da una banca. In altre parole, i fondi hanno generato solamente minibond di imprese che rispettano tutti gli indici di una potenziale target. A seguito di questo si ritiene, quindi, giusto non modificare l'*interest coverage ratio* usato per individuare le potenziali target di capitolo 3.
- d) Dal punto di vista degli investitori professionali in generale (non solo dei fondi chiusi), sulla base dei dati delle aziende non finanziarie presenti sul mercato quotato, il numero di potenziali target per l'emissione di un minibond (destinato a finanziare la crescita) è decisamente più elevato rispetto a quello dei soli fondi chiusi. Il 41,4% (17) delle aziende del campione, infatti, non rispetta almeno uno degli indici di bilancio minimi richiesti dai fondi chiusi per lo *screening*.

4.8 Analisi generale delle imprese “migliori” e “peggiori” del mercato

È possibile ora fare un’analisi complessiva generale sugli emittenti distinguendo tra quelli in possesso di indici di bilancio medi “migliori” e quelli con parametri medi “discreti” e “peggiori”. Tenendo sempre conto della mancanza di formule per il calcolo degli Z-score, il discriminante tra gli indici, per distinguere le aziende “migliori” da quelle “peggiori”, è il rispetto (o meno) di tutti e cinque i parametri elencati in tabella 4.47, relativi agli indici di bilancio di una potenziale target (incluso l’EBIT margin) osservati nel capitolo 3.

Questo al fine di osservare se effettivamente le aziende più stabili finanziariamente (primi tre indici), e con una capacità di cassa adeguata, nonché redditività migliore (ultimi due indici), pagano mediamente meno (in termini di tassi cedolari) rispetto a quelle più instabili o mediamente meno redditizie. Successivamente verranno poi individuate solo le imprese più instabili in assoluto che non rispettano almeno tre degli indici di bilancio di una potenziale target. Questo con lo scopo di osservare se ci sono casi particolari di emittenti che, nonostante indici piuttosto scarsi, pagano comunque un tasso cedolare basso.

Da sottolineare che Sudcommerci e IPI continuano ad essere considerate solo ai fini numerici, mentre non sono ricomprese nelle analisi statistiche sui tassi cedolari (entrambe rappresentano, infatti, dei bond *senior secured*).

La prima analisi successiva, inoltre, permetterà in qualche modo di completare (in mancanza della maggior parte dei rating) le valutazioni del paragrafo 4.2 sulle caratteristiche dei minibond.

Per individuare le aziende “migliori” del mercato sono state selezionate tutte quelle che, nelle diverse sezioni del paragrafo 4.7, rispettavano tutti gli indici di bilancio di una potenziale target. Queste sono 24. Le restanti 17 sono, al contrario, imprese che non rispettano almeno uno degli indici di bilancio di una potenziale target. Per questo motivo, sono state rappresentate come “discrete”.

Tabella 4.64 Elenco delle “Migliori” imprese del campione

Emittenti	Tasso cedolare	Fatt. Mio €	PFN/EBITDA	PFN/PN	EBITDA/OF	EBIT/fatturato	EBITDA /fatturato
Bomi Italia	7,250%	65	1,92	1,87	5,11	6,98%	9,53%
Coswell	6,800%	90	3,75	0,61	3,36	5,30%	13,53%
E.S.T.R.A.	5,000%	711	3,01	0,75	9,04	3,66%	6,79%
Eurotrancitura	5,000%	223	4,32	0,87	5,91	4,15%	9,46%
Exprivia Healthcare*	5,200%	127	2,86	0,53	4,66	6,84%	10,28%
Filca	6,000%	18	1,06	0,21	13	4,87%	26,94%
Fri-El Biogas Holding*	4,900%	142	4,59	1,23	3,64	20,73%	38,73%
Geodata Engineering	6,400%	40	4,66	0,98	4,47	8,66%	12,91%
GPI	5,500%	44	2,64	1,69	6,29	8,58%	14,79%
GRUPPO PSC	6,000%	43	-0,22**	-0,17**	123,04	47,00%	47,86%
IMI Fabi	6,300%	103	2,38	1,36	8,87	12,80%	18,54%
INglass	5,900%	85	1,13	0,8	10,83	15,21%	21,71%
MEP	5,750%	37	2,13	0,73	5,46	5,58%	9,69%
Milleuno	5,771%	59	0,43	0,29	43,04	19,49%	31,38%
Molinari Spa*	6,100%	160	1,64	1,81	9,19	6,35%	20,64%
Rigoni di Asiago	6,250%	71	4,54	1,83	3,6	5,00%	10,89%
S.I.G.I.T	6,250%	69	2,8	1,46	4,81	5,84%	10,88%
Sea Spa	6,000%	15	3,37	1	7,78	5,39%	8,44%
Selle Royal	5,750%	101	4,01	1,45	3,78	5,00%	10,50%
Tesmec	6,000%	114	3,53	1,6	2,93	11,00%	17,15%
Trevi Fin. Ind.	5,250%	1276	3	1,03	4,79	6,29%	11,27%
Viveracqua	4,200%	46	3,2	1,7	18,53	10,48%	28,78%
GSI Group	6,750%	64	3,86	1,27	3,32	3,08%	6,10%
MPG Plast	4,209%	16	3,95	1,08	3,94	2,99%	11,02%

Note: Evidenziate in verde le società i cui titoli sono stati sottoscritti anche dai fondi. * dati di bilancio riferiti alle controllanti non emittenti ** PFN negativa. In grassetto le PMI. Elaborazioni dati: Bilanci, roadshow, interviste a investitori e rating pubblici.

Tra le imprese rappresentate in tabella 4.64 non si notano casi particolari di imprese instabili finanziariamente o con problemi rilevanti dal punto di vista dei rischi di emittente o di mercato¹¹⁸. Tra le 24 vi sono solo imprese che negli ultimi 2-3 anni hanno registrato fatturati crescenti (ad eccezione di Filca) e risultati operativi sempre positivi. Si tratta nella maggior parte dei casi di imprese che singolarmente o con riferimento a un gruppo industriale, sono leader (o tra i primi 5-10 operatori) in Italia nel loro settore di riferimento¹¹⁹. Uniche eccezioni: Sea, MPG, Milleuno, Gruppo Psc e Filca¹²⁰. Solamente 6 delle 16 PMI totali, risultano incluse nel campione delle “migliori” (tra cui tre legate interamente a fondi chiusi). La maggior parte “migliori” (67%), inoltre, è legato a operazioni di fondi chiusi¹²¹. Altro aspetto interessante è che tutte le “migliori”, a parte Filca, sono supportate da covenant.

Tabella 4.65 Imprese che non rispettano almeno uno degli indici di bilancio di una potenziale target

Emittenti	Tasso cedolare	Fatt. Mio €	PFN/EBITDA	PFN/PN	EBITDA /OF	EBIT/fatturato	EBITDA /fatturato
Alessandro rosso	10,000%	82	4,62	5,66	4,28	2,00%	5,90%
Caar	6,500%	4	3,16	7,01	5,79	5,91%	9,40%
Enerventi	5,879%	21	4,56	13,01	2,88	27,82%	51,83%
Enna Energia	5,000%	0,12	6,14	16,2	10,65	73,40%	73,66%
Grafiche Mazzucchelli	8,000%	65	8,7	2,46	3,49	1,75%	2,85%
Iacobucci HF	8,000%	26	3,3	0,8	*	-13,50%	7,10%
Innovatec***	8,125%	79	4,72	1,5	3,57	0,71%	26,49%
IPI	**	41	41,03	1,89	0,47	6,81%	11,82%
JSH Group	7,500%	23	3,2	15,7	*	0,30%	3,80%
Microcinema	8,125%	8	4,24	0,87	4,89	2,07%	9,36%
Rsm Italy	8,000%	6	4,46	3,58	2,65	7,12%	10,63%
SIPCAM	6,500%	250	3,39	1,03	2,7	6,65%	9,36%
Sudcommerci	**	0,5	350	368	11,76	3,97%	3,97%
TBS Group	6,500%	217	2,98	1,18	2,79	2,87%	9,24%
TerniEnergia	6,875%	67	10,91	2,51	1,73	7,52%	18,50%
Tesi Square	5,600%	17	1,39	0,72	7,26	3,35%	5,81%
TE Wind	6,000%	0,125	-58,07	1,42	-0,13	-78,40%	-68,80%

Evidenziati in giallo gli indici non rispettati. Evidenziati in verde le società i cui titoli sono stati sottoscritti anche dai fondi. * Dato mancante. ** IPI e Sudcommerci non vengono considerate nelle statistiche sui tassi di interesse. *** dati di bilancio riferiti alla controllante (Kinexia) non emittente. In grassetto le PMI. Elaborazioni dati: Bilanci, roadshow, interviste a investitori e rating pubblici.

Tabella 4.66 primo confronto tra coupon medi e qualità degli emittenti

Tutti 41	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. Stnd.	Collocato €	Emesso €
Migliori	24	5,772%	4,200%	7,250%	0,758%	410.150.000	436.900.000
Discrete	17	7,107%	5,000%	10,000%	1,298%	142.328.000	168.100.000
Fondi 18	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. Stnd.	Collocato €	Emesso €
Migliori	16	5,789%	4,900%	6,800%	0,550%	162.250.000	185.000.000
Discrete	2	6,500%				30.000.000	30.000.000
Altri 23	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. Stnd.	Collocato €	Emesso €
Migliori	8	5,739%	4,200%	7,250%	1,112%	247.900.000	251.900.000
Discrete	15	7,200%	5,000%	10,000%	1,377%	112.328.000	138.100.000

Note: IPI e Sudcommerci non vengono considerate nelle statistiche sui tassi di interesse.

Elaborazioni dati: Bilanci, Documenti d'Ammissione, interviste a investitori e rating pubblici.

Osservando la tabella 4.66, come si voleva dimostrare, sia a livello generale che distinguendo a seconda della partecipazione (o meno) dei fondi chiusi, le aziende “migliori” pagano mediamente meno, in termini di tassi cedolari, rispetto alle altre aziende che violano almeno un parametro (una differenza di ben 133 bps a livello generale). Lo stesso vale per il range di variazione sui tassi di interesse e, quindi, per la deviazione standard (minore per le imprese “migliori”). Tra le imprese “discrete” ci sono, infatti, sia imprese con cedole

¹¹⁸ Fonte: Documenti d'Ammissione: analisi dei rischi.

¹¹⁹ Elaborazioni su dati di Aida in base al codice Ateco 2007.

¹²⁰ senza considerare poi le utilities di Estra e Viveracqua.

¹²¹ Per Molinari, Fri-El Biogas e Exprivia Healthcare, l'aver fatto, affidamento anziché ai loro, ai dati consolidati delle rispettive controllanti (D.A.E.M., Fri-El Green Power e Exprivia) non comporta alcuna modifica al fatto di appartenere (o meno) al campione delle “migliori”. Tutte e tre, infatti, con riferimento ai loro rispettivi bilanci, rispettano comunque pienamente i parametri di una potenziale target.

nell'intorno del 5% (probabilmente meno rischiose), sia tutte quelle con cedole superiori all'8 per cento (probabilmente più rischiose). Per le imprese "migliori", invece, il tasso cedolare più alto è pagato da Bomi e corrisponde al 7,25 per cento, dopodiché, tutti gli altri pagano una cedola compresa tra il 4,2 di Viveracqua e il 6,8 di Coswell. Si può evidenziare, inoltre, come il tasso cedolare medio delle aziende "migliori" legate ai fondi chiusi, sia pressoché identico a quello reciproco di imprese non legate ai fondi (a parte una minore deviazione standard). Tra le 24 imprese "migliori", ci sono quasi tutti i rating *investment grade* (a parte quelli di TBS e Sipcam) e tutti i rating *unsolicited* legati ai minibond sottoscritti dai fondi chiusi (teoricamente mai inferiori a BB). In corrispondenza del buon livello dei rating degli emittenti, non si osservano particolari deviazioni delle cedole dal valore medio, a parte i casi di Bomi e MPG¹²². Le ragioni che possono spiegare la maggior cedola pagata da Bomi rispetto alle altre "migliori", sono: a) titolo di piccolo taglio (€ 1,5 milioni); b) minibond con rimborso *Bullet*; c) titolo emesso agli inizi del 2014; d) assieme a Filca, è l'unica a non avere sul minibond covenant non finanziari. MPG, invece, rappresenta (probabilmente) il caso più controverso tra le "migliori". Mentre tutte le altre 23 aziende del gruppo hanno emesso minibond di cui è nota la natura degli investitori (o di alcuni), sulla natura degli investitori di MPG (si veda paragrafo 4.4) non si hanno informazioni pubbliche disponibili, per cui si ritiene, al limite, che alcuni di essi possano essere collegati all'impresa stessa. MPG, infatti, pur non godendo di ottimi indici di bilancio¹²³, è riuscita comunque a collocare interamente il minibond da € 3 milioni di euro a un tasso cedolare tra i più bassi in assoluto (un Euribor a 3 mesi più 400 bps). Tutto questo nonostante lo stesso non sia collegato, a dei covenant finanziari, o a un piano di ammortamento che preveda l'inizio del rimborso delle quote fin dal primo o dal secondo anno.

A livello generale, interessante è anche il fatto che, tra le "migliori", le uniche poco attraenti che non sono riuscite ad avvicinarsi alla cifra emessa sono state Milleuno e Filca (di cui si rimanda a paragrafi precedenti). È tra le imprese "discrete", quindi, che vi sono la maggior parte dei titoli non completamente sottoscritti.

Guardando la tabella 4.65, tra le 17 imprese "discrete" vi sono anche imprese che, nonostante non rispettino uno degli indici di una potenziale target, sono comunque da considerarsi dei buoni emittenti, in quanto hanno registrato i migliori valori (per le rispettive classi dimensionali) sugli altri indici di bilancio. Oppure hanno ottenuto un rating *investment grade* prima di emettere il minibond. Si tratta, dei casi di Tesi Square, Enerventi, Sipcam e TBS Group (nessuna di queste presenta rischi rilevanti nei Documenti d'Ammissione). Le ultime due sono, inoltre, le restanti i cui minibond sono stati sottoscritti anche da fondi chiusi. Entrambe hanno rating *investment grade* e sono imprese leader indiscusse in Italia nel loro settore di riferimento (agro-chimico per Sipcam e dei dispositivi medici e sistemi ICT ospedalieri per TBS). Assieme a Coswell, le stesse rappresentano le tre aziende ad avere i tassi di interesse maggiori tra le imprese sottoscritte dai fondi. Le cause sono molteplici (tra cui il fatto di non essersi rivolti a dei fondi per dei *private placement*), ma principalmente sono le uniche a parte ESTRA e GPI ad aver emesso minibond con rimborso *Bullet* (che a detta dei fondi può pesare più o meno 50 bps in più) anziché *Amortizing*. A differenza di GPI, però, hanno interamente collocato quanto emesso. L'azienda Tesi Square, invece, pur non avendo rating pubblico e non rispettando il parametro target sull'EBITDA margin del 7% (5,81%), ha registrato negli ultimi 4 anni,

¹²² Anche Viveracqua paga un tasso decisamente lontano dalla media (4,2%), ma come si è visto nel primo paragrafo del capitolo, si tratta di un minibond di filiera legato a investimenti pubblici.

¹²³ MPG possiede, con riferimento alla sua classe dimensionale, i peggiori indici di bilancio di PFN/EBITDA, EBITDA/OF, EBIT margine e EBITDA Margin tra le imprese "migliori".

tassi crescenti su fatturato, sull'EBITDA e sull'EBIT. Possiede, inoltre, gli indici di PFN/EBITDA, *leverage ratio* e *interest coverage ratio*, che la collocano al 5°, al 6° e all'11° posto, rispettivamente, tra gli emittenti dell'intero campione (41) con i migliori indici. Tra le 17 imprese "discrete", invece, è al primo posto in ciascun indice (esclusi quelli reddituali). Inoltre, cosa più importante, rientra nella classe A1 di *scoring* di Moody's Analytics¹²⁴. Enerventi, invece, pur non rispettando il parametro sul *leverage ratio* (poco influente sui tassi cedolari delle PMI e delle aziende attive nel settore energy), non presenta rischi rilevanti nel Documento d'Ammissione e negli ultimi 3 anni ha sempre registrato tassi di crescita elevati con indici reddituali che la posizionano al secondo posto (dopo Enna Energia) in assoluto tra tutte le imprese del campione. Per evitare così di ricomprendere dei "buoni" emittenti tra le imprese "discrete" e contemporaneamente individuare le aziende più "problematiche" si è proceduto a due ulteriori analisi. Anche in questo caso è stato adottato il metodo per eliminazioni successive all'aumentare degli indici di bilancio non rispettati. Nella tabella 4.65 si lasciano, quindi, le sole imprese che non rispettano almeno due indici di una potenziale target. In altre parole, si sottraggono le sei aziende che non rispettano un solo indice. Tra cui le quattro appena descritte (TBS, SIPCAM, Enerventi e Tesi) e due nuove (Innovatec e Iacobucci HF¹²⁵). Queste sei imprese, assieme alle 24 "migliori", rappresentano ora il campione delle "buone". Le "discrete", invece, vengono ora riconosciute come le "peggiori" del campione. Come si osserva in tabella 4.67, tra le 11 imprese "peggiori" non ce ne sono più che hanno emesso minibond sottoscritti da fondi chiusi o con rating *investment grade* (presumibilmente). I parametri di bilancio delle società legate ai fondi sono, quindi, mediamente migliori rispetto alle altre in cui i fondi non hanno investito. Tra queste ultime, infatti, pur essendo presenti 8 tra le aziende che non violano nessun limite, sono ricomprese anche la totalità di imprese che non né rispettano almeno due.

Tabella 4.67 Imprese che non rispettano almeno due parametri di una potenziale target

Emittenti	Tasso cedolare	Fatt. Mio €	PFN/EBITDA	PFN/PN	EBITDA/OF	EBIT/fatturato	EBITDA/fatturato
Alessandro rosso	10,000%	82	4,62	5,66	4,28	2,00%	5,90%
Caar	6,500%	4	3,16	7,01	5,79	5,91%	9,40%
Enna Energia	5,000%	0,12	6,14	16,2	10,65	73,40%	73,66%
Grafiche Mazzucchelli	8,000%	65	8,7	2,46	3,49	1,75%	2,85%
IPI	**	41	41,03	1,89	0,47	6,81%	11,82%
JSH Group	7,500%	23	3,2	15,7	*	0,30%	3,80%
Microcinema	8,125%	8	4,24	0,87	4,89	2,07%	9,36%
Rsm Italy	8,000%	6	4,46	3,58	2,65	7,12%	10,63%
Sudcommerci	**	0,5	350	368	11,76	3,97%	3,97%
TerniEnergia	6,875%	67	10,91	2,51	1,73	7,52%	18,50%
TE Wind	6,000%	0,125	-58,07	1,42	-0,13	-78,40%	-68,80%

Evidenziati in giallo gli indici non rispettati. * Dato mancante. ** IPI e Sudcommerci non vengono considerate nelle statistiche sui tassi di interesse. In grassetto le PMI. Elaborazioni dati: Bilanci, roadshow, interviste a investitori e rating pubblici.

Tra le "peggiori" a parte il caso di TE Wind, si trovano ora solo imprese che hanno emesso i loro minibond nel 2013 o nei primi cinque mesi del 2014 e non c'è alcun dubbio che qualcuna delle imprese possa aver ottenuto un rating *investment grade*. In altre parole, la tendenza del mercato va verso emittenti con indici migliori (e con rating migliori).

Da tabella 4.68 si nota che, adesso, le imprese "peggiori" pagano un tasso di interesse medio leggermente più alto rispetto al caso precedente (circa 136 bps in più rispetto alle "buone").

¹²⁴ Convegno alla Camera di Commercio di CN. Paolo Arnaudo, Banca Cherasco: MINIBOND Nuova finanza alle imprese, 25 novembre 2014.

¹²⁵ Nonostante Crif non fornisca il valore dell'interest coverage ratio sul rating di Iacobucci HF, si suppone che la stessa rispetti il limite del 2,85 sulla base del valore del bilancio di esercizio (superiore a 4,8), nonostante ci siano dei dubbi a livello di gruppo.

Tabella 4.68 secondo confronto tra coupon medi e qualità emittenti

Tutte 41	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. Stnd.	Collocato	Emesso
Buone	30	5,971%	4,200%	8,125%	0,902%	€ 465.600.000	€ 497.350.000
Peggiori	11	7,333%	5,000%	10,000%	1,448%	€ 86.878.000	€ 107.650.000
Tutte 18	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. Stnd.	Collocato	Emesso
Buone	18	5,868%	4,900%	6,800%	0,565%	€ 192.250.000	€ 215.000.000
Altre 23	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. Stnd.	Collocato	Emesso
Buone	12	6,126%	4,200%	8,125%	1,268%	€ 273.350.000	€ 282.350.000
Peggiori	11	7,333%	5,000%	10,000%	1,448%	€ 86.878.000	€ 107.650.000

Note: IPI e Sudcommerci non vengono considerate nelle statistiche sui tassi di interesse.

Elaborazioni dati: Bilanci, Documenti d'Ammissione, interviste a investitori e rating pubblici.

Lo stesso vale per il range di variazione delle cedole che, seppur aumentato per le “buone”¹²⁶, per le altre è rimasto invariato. Soprattutto a causa dei tassi cedolari di aziende come Enna Energia e TE Wind che continuano a essere ricomprese tra le “peggiori”. Nonostante queste due non rispettino almeno due limiti sugli indici, gli investitori dei loro minibond hanno accettato comunque tassi di interesse piuttosto bassi (5,00 per cento per Enna e 6,00 per cento per TE Wind), probabilmente in vista di grandi risultati per il futuro (si tratta in entrambi i casi di project bond destanti a finanziare, la realizzazione di impianti fotovoltaici per Enna Energia e impianti mini eolici per TE Wind). Inoltre, per Enna Energia c'è da dire che, a differenza di TE Wind:

- data la dimensione ridotta di fatturato, possiede i migliori indici EBIT margin e EBITDA margin dell'intero campione dei 41 (TE Wind gli ha entrambi negativi)
- ha una storia passata di crescita di almeno 3 anni (TE Wind solo 1);
- annovera tra le caratteristiche del minibond emesso, l'opzione di rimborso Put (TE Wind no), covenant non finanziari (TE Wind no) e il rimborso ammortizzato delle quote capitali fin dal primo anno (TE Wind è *Bullet*);
- ha collocato interamente l'importo emesso presso un unico investitore straniero (TE Wind alla data del 15 dicembre '14 aveva collocato solo 6/10 dell'importo emesso, anche presso un investitore collegato all'impresa).

Per quanto riguarda, invece, le sei nuove imprese entrate a far parte delle “buone”, Innovatec e Iacobucci HF, non possono comunque considerarsi dei buoni emittenti alla stregua delle altre quattro (Tesi, Enerventi, TBS e Sipcam). Innovatec e Iacobucci HF, infatti, in base alla maggior parte dei loro indici di bilancio, rappresentano sicuramente le peggiori tra quelle incluse nelle “buone”. Ad esempio, il gruppo Iacobucci HF è l'unico tra le 41 (assieme a TE Wind) che registra un risultato negativo già nella gestione operativa, in più, con il basso valore dell'EBITDA e l'elevato valore dell'indebitamento, non si sa se è in grado di coprire adeguatamente gli oneri finanziari (dato non disponibile dal rating)¹²⁷. Innovatec, invece, è inclusa solo grazie agli indici della capogruppo (Kinexia) che in ogni caso possiede il peggior EBIT margin e PFN/EBITDA tra tutte le imprese non incluse nelle “peggiori”. Inoltre, sia Kinexia (per Innovatec) che Iacobucci HF, presentano punti critici nella struttura aziendale, dovuti a rallentamenti e problemi nella realizzazione delle strategie di gruppo¹²⁸. Se non si includevano nel campione delle “buone”, le differenze prima citate sui tassi cedolari (tra “buone” e “peggiori”) aumentavano di 30 bps in favore delle “buone” (166 bps contro 136).

Con il secondo e ultimo passaggio termina la distinzione tra imprese “buone” e “peggiori” e

¹²⁶ A causa delle imprese non legate ai fondi chiusi di Innovatec e Iacobucci (entrambe con un tasso di interesse pari o leggermente superiore all'8%) con rating nella classe BB.

¹²⁷ In base al Documento d'Ammissione presenta inoltre rischi rilevanti di cambio e di contenzioso.

¹²⁸ Fonte: Rating Crif di Kinexia e Iacobucci HF.

ci si concentra solo sulle imprese più “problematiche” che non rispettano almeno tre degli indici di una potenziale target. Dalla tabella 4.67 si sottraggono così 5 aziende (CAAR, Enna Energia, IPI, TerniEnergia e Alessandro Rosso). Nessuna di queste aziende possiede rating pubblici e per l'impossibilità di usare *Z-score* adeguati non risulta agevole nemmeno capire se si può trattare di emittenti “buoni” alla stregua di Enerventi e Tesi. Enna Energia e CAAR tuttavia, oltre a non presentare rischi rilevanti sul Documento d'Ammissione, possiedono in media (assieme a Tesi, Enerventi, Sipcarn e TBS), i migliori cinque indici di bilancio tra le “discrete”. Alessandro Rosso e IPI, al contrario, possiedono i peggiori. Dopo le eliminazioni appena citate si arriva ad individuare un totale di 6 imprese riconoscibili come le più “problematiche” del campione totale, dal punto di vista del mancato rispetto dei parametri di una potenziale target.

Tabella 4.69 Imprese “peggiori” che non rispettano almeno tre parametri di una potenziale target

Emittenti	Tasso cedolare	Fatt. Mio €	PFN/EBITDA	PFN/PN	EBITDA/OF	EBIT/fatturato	EBITDA/fatturato
Grafiche Mazzucchelli	8,000%	65	8,7	2,46	3,49	1,75%	2,85%
JSH Group	7,500%	23	3,2	15,7	*	0,30%	3,80%
Microcinema	8,125%	8	4,24	0,87	4,89	2,07%	9,36%
Rsm Italy	8,000%	6	4,46	3,58	2,65	7,12%	10,63%
Sudcommerci	**	0,5	350	368	11,76	3,97%	3,97%
TE Wind	6,000%	0,125	-58,07	1,42	-0,13	-78,40%	-68,80%

Evidenziati in giallo gli indici non rispettati. * Dato mancante. ** Sudcommerci non viene considerata nelle statistiche sui tassi di interesse. In grassetto le PMI. Elaborazioni dati: Bilanci, roadshow, interviste a investitori e rating pubblici.

Guardando la tabella 4.69, nessuna tra le sei aziende “peggiori” ora ha entrambi i covenant. Tra le aziende in lista solo Sudcommerci (bond interamente garantito da ipoteca) ha collocato quanto desiderato. Le altre, invece, hanno collocato una cifra inferiore alla metà (o leggermente più alta) dell'importo emesso.

Tabella 4.70 confronto tra coupon medi delle imprese problematiche e delle altre

Tutte 41	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. Stnd.	Collocato €	Emesso €
Altre	35	6,103%	4,200%	10,000%	1,119%	517.600.000	552.550.000
problematiche	6	7,525%	6,000%	8,125%	0,886%	34.878.000	52.450.000
Altre 23	Numero	Coupon medio	Min	Max	Dev. Stnd.	Collocato €	Emesso €
Altre	17	6,368%	4,200%	10,000%	1,500%	325.350.000	337.550.000
Problematiche	6	7,525%	6,000%	8,125%	0,886%	34.878.000	52.450.000

Note: IPI e Sudcommerci non vengono considerate nelle statistiche sui tassi di interesse.

Elaborazioni dati: Bilanci, Documenti d'Ammissione, interviste telefoniche a investitori e rating pubblici.

Queste ultime sei, secondo i loro rispettivi indici, dovrebbero collocarsi tutte sui livelli di rating pari a B (da B+ a B-) e come si nota in tabella 4.70, sui loro minibond pagano un tasso medio di interesse maggiore di 142 bps rispetto alle altre 35. TE Wind è rimasta l'unica nella lista delle più “problematiche” a pagare un tasso cedolare simile a quello delle più sane. Probabilmente quest'ultima azienda alla fine è quella che più di chiunque altra ha emesso il minibond a un tasso di interesse che non è dipeso dagli indici di bilancio fino a qui esaminati. Dopotutto, a differenza delle altre 40, è l'unica ad avere registrato un EBITDA negativo nell'ultimo anno¹²⁹. Avendo un EBITDA negativo automaticamente quattro indici di bilancio (tra i più significativi per un normale emittente) non rientrano tra quelli di una potenziale target. Essendo inoltre una delle poche imprese del campione quotate all'AIM¹³⁰, si ritiene che si tratti dell'unica in cui gli investitori abbiano guardato quasi esclusivamente alle prospettive di crescita piuttosto che alla solidità dei bilanci. Tra i suoi investitori, come già ripetuto più volte, risulta anche un soggetto legato alla stessa

¹²⁹ Senza considerare i valori molto simili della controllata Innovatec che paga 215 bps in più.

¹³⁰ Mercato telematico di Borsa in cui confluiscono molte aziende con buone prospettive di crescita future.

impresa, per cui probabilmente nemmeno le prospettive di crescita sono state quelle che hanno inciso di più sul tasso cedolare, ma piuttosto, relazioni particolari tra gli investitori e l'emittente.

Di seguito elencati gli aspetti più interessanti del paragrafo.

- a) Senza considerare il diverso arco temporale di emissione, più ci si concentra sulle aziende con parametri peggiori (in base al mancato rispetto degli indici di bilancio di una potenziale target) più il tasso cedolare medio aumenta. Nel campione di imprese via via peggiori, tuttavia, possono rimanere ricompresi emittenti, i cui bassi tassi cedolari non riflettono esattamente le criticità dei loro indici di bilancio più significativi¹³¹ (ad esempio Enna Energia e TE Wind). Per il fatto che sono molto piccole e/o perché attive in un settore dalle buone prospettive di crescita. Tra le imprese che rispettano tutti i parametri di una potenziale target, invece, (oltre a pagare meno) non si osservano casi in cui i tassi cedolari divergono sensibilmente dalla media.
- b) Alle condizioni attuali (dicembre 2014) del rendimento dei titoli di Stato italiani e a parità di altre condizioni (settore di riferimento, dimensione, opzione Put, covenant...) un emittente che rispetta tutti i parametri di una potenziale target (o almeno tutti tranne l'EBITDA margin), a seconda che scelga la modalità di rimborso del capitale *Amortizing* o *Bullet*, non dovrebbe pagare più del 6 o del 6,5 per cento, rispettivamente, sul minibond.
- c) Il fatto che la maggior parte degli emittenti con rating *investment grade* e indici conformi a quelli di un'azienda target abbia emesso i titoli solo a partire dal secondo trimestre del 2014, rende effettivamente meno incisivo l'effetto che può aver avuto la riduzione del rendimento dei titoli di Stato italiani sul tasso cedolare dei minibond. A parità della qualità dell'emittente, quindi, successivamente al primo trimestre del 2014, il differenziale tra il BTP a 10 anni e le cedole sui minibond è aumentato. Con la differenza, però, che ora i titoli che rispettano tutti i parametri di una target riflettono meglio le preferenze degli investitori, collocando sempre l'importo emesso (ciò non succedeva in passato con Filca, Milleuno e GPI).
- d) A livello generale, i fondi chiusi hanno investito in imprese con indici di bilancio mediamente migliori rispetto a tutte le altre. Con riferimento alle 24 imprese che rispettano tutti gli indici di una potenziale target, i fondi hanno conseguito lo stesso rendimento che avrebbero ottenuto investendo anche nelle rimanenti. Con la differenza però che sono meglio garantiti da un maggior numero di titoli con covenant, opzioni put e rimborso *Amortizing*.
- e) Il possedere indici di bilancio conformi a quelli di una potenziale target, attenua il vantaggio sulle cedole (visti nel paragrafo 4.2) di avere covenant (finanziari e non), opzione Put ed essere *Amortizing* piuttosto che *Bullet*.
- f) Tra le imprese che non rispettano almeno due indici di bilancio di una potenziale target, sono incluse la maggior parte di quelle senza covenant e che non hanno collocato sul mercato l'intero importo emesso. Anche la maggior parte degli investitori diversi dai fondi chiusi, quindi, nonostante i tassi cedolari medi elevati, sono poco interessati a questo tipo di emittenti. Nel caso in cui lo stesso tipo di azienda (maggiormente problematica) riesca comunque a collocare l'intero importo emesso, lo fa perché oltre ad avere dei covenant, è garantita da ipoteca, oppure è attiva nel settore delle energie

¹³¹ Per un'emissione di minibond.

rinnovabili, oppure ancora, paga un tasso cedolare decisamente più alto rispetto a tutti gli altri.¹³²

Si evidenzia che le tendenze riassunte in questo paragrafo, come in tutti quelli precedenti, valgono anche se si considerano nelle analisi le ulteriori tre emissioni di minibond (tutte con covenant, con rimborso *Bullet*, con opzione PUT, e rating investment grade), compatibili con il profilo di investimento di un fondo, avvenute a fine dicembre 2014 (OLSA, Dedagroup e Corvallis).

¹³² Alessandro Rosso paga, infatti, 187 bps in più rispetto al secondo caso con tasso più alto.

Conclusioni

In questo elaborato dopo aver illustrato le principali caratteristiche dei minibond (intesi come obbligazioni e titoli di debito di durata non inferiore ai 36 mesi e di ammontare non superiore a € 50 milioni), quali strumenti a medio-lungo termine e complementari al credito bancario per finanziare piani industriali di imprese non finanziarie, si è approfondito il tema dal punto di vista dei fondi chiusi, quali principali veicoli di investimento, attuali e potenziali degli stessi, descrivendone il processo di investimento (peraltro simile a quello di un fondo di *private equity*), di valorizzazione e di costruzione di portafogli di minibond. Tutto questo a un duplice scopo:

- da una parte quello di individuare i “potenziali target”, che potrebbero essere presi in considerazione dai fondi chiusi nella fase di *screening*; ciò attraverso l’uso del database di AIDA e l’applicazione di alcuni filtri quantitativi e qualitativi sulla base delle preferenze dimostrate dai fondi;
- dall’altra parte, quello di analizzare le prime tendenze del mercato ExtraMOT Pro, con specifico riguardo ai minibond destinati al finanziamento dei progetti industriali di imprese non finanziarie.¹³³

Con riferimento all’individuazione dei potenziali target, dopo la selezione degli indici di bilancio sulla base delle preferenze palesate dai principali fondi chiusi già operativi o in fase di raccolta, è stato possibile individuare 6.579 aziende (non finanziarie e non immobiliari), sulla base dei bilanci consolidati quando disponibili, con fatturato compreso tra i 5 e i 250 milioni di euro che, potenzialmente, potrebbero essere considerate nella prima fase del processo (*screening*) propedeutica all’emissione di un minibond.

Le risultanze della ricerca condotta sul mercato quotato ExtraMOT Pro, porta però ad eliminare quantomeno tutte le imprese con fatturato compreso tra i 5 e i 10 milioni di euro, pervenendo così alla individuazione di 4.256 aziende¹³⁴.

Con riguardo al secondo punto si è potuto evidenziare una serie di elementi interessanti sia relativamente al “*modus operandi*” dei fondi chiusi, sia sulle tendenze del mercato in generale. I pochi fondi chiusi già attivi sono diventati, a partire dalla metà del 2014, i principali investitori e “*strutturatori*” diretti del mercato quotato (assieme alle banche), sia in termini di volumi sia in termini di numero di emittenti. Questi veicoli offrono ai loro investitori una maggiore diversificazione di portafoglio a parità di investimento minimo. Utile soprattutto ai piccoli investitori professionali (banche del territorio, piccole società assicurative, fondi pensione, investitori qualificati...) che non dispongono delle strutture adatte a valutare le aspettative di crescita di investimenti a medio-lungo termine del segmento corporate (soprattutto investimenti in internazionalizzazione e in acquisizioni estere). Assieme ad altri veicoli e operatori stanno inoltre contribuendo a generare quel numero e quei volumi necessari per rendere il mercato secondario effettivamente liquido, permettendo di abbassare i relativi premi per il rischio e allargando il numero di aziende potenzialmente interessate alle emissioni. Per il momento, invece, il principale vantaggio della presenza sul mercato dei fondi chiusi che emerge dall’analisi, sembrerebbe essere la

¹³³ Evidenziamo comunque che lo scarso numero di emissioni e la mancanza di Z-score adeguati ha limitato la significatività dei valori puntuali individuati nel quarto paragrafo.

¹³⁴ All’interno delle 4256 imprese, qualora disponibili, sono considerate solo le capogruppo e non anche le società controllate (come Exprivia Healthcare, Molinari, Fri-El Biogas, Innovatec e Eurotranciatura)

possibilità per le imprese, a parità di rating, covenant e clausole di rimborso anticipato presenti nei rispettivi regolamenti, di emettere un minibond (garantendone nei fatti la completa sottoscrizione) ad un costo (in termini sia di tasso cedolare che di costo di strutturazione) inferiore rispetto a quello di un collocamento presso il pubblico con assunzione di garanzia da parte di un intermediario. Il fondo chiuso, infatti, instaurando un rapporto più stretto con l'emittente riduce le asimmetrie informative (contenendo il fenomeno di selezione avversa) e costruisce il titolo prevalentemente sulla base delle sue preferenze e non di una moltitudine di soggetti diversi (contenendo il disallineamento tra le preferenze delle controparti). L'unico limite è che, per i minibond *senior unsecured*, i fondi si dedicano solamente a emittenti con un rating non inferiore alla classe BB/BB+.

Da parte loro i fondi privilegiano il finanziamento dei piani strategici e principalmente le imprese orientate a espandere e/o consolidare la loro attività anche all'estero. Privilegiano le imprese delle regioni del nord, ma non disdegnano aziende con buoni indici di bilancio posizionate nelle regioni del centro e del sud. Per quanto riguarda i settori merceologici, pur essendo ancora prematuro individuare eventuali preferenze nette, si evidenziano i settori manifatturiero, l'ICT e le multiutilities.

Da rilevare, inoltre, la predilezione per le imprese medio-grandi piuttosto che medio-piccole autonome. Conseguentemente i fondi chiusi privilegiano minibond non inferiori a € 3 milioni.

Dal lavoro svolto si trae quindi la conclusione che le piccole imprese autonome (che non fanno parte di gruppi) hanno maggiori probabilità di emettere minibond di piccolo taglio rivolgendosi ad investitori diversi dai fondi chiusi (per esempio banche, SIM e *asset manager*).

I fondi investono inoltre in imprese con indici reddituali e di solidità patrimoniale mediamente migliori rispetto agli altri investitori istituzionali. A differenza di questi ultimi infatti, i fondi chiusi, investendo principalmente in quote rilevanti di ciascuna operazione che portano a termine (o che sottoscrivono sul mercato) e mantenendo in portafoglio i titoli fino a scadenza, preferiscono imprese con un basso rischio e con basso rendimento piuttosto che imprese con alto rischio e alto rendimento. Inoltre, in considerazione del fatto di proporsi quali sottoscrittori di quote significative delle emissioni, gli è più facile imporre l'inserimento di un maggior numero di covenant e di clausole di rimborso anticipato a loro favore. Tuttavia, il rendimento che gli stessi hanno conseguito investendo nelle imprese che rispettano tutti i parametri quantitativi di una potenziale target, non è migliore rispetto a quello delle restanti imprese con indici altrettanto conformi, ma non sottoscritte dai fondi.

Con riguardo all'analisi generale del mercato dei minibond quotati destinati al finanziamento dei piani industriali, ciò che a partire dal secondo trimestre del 2014 sembra aver influito maggiormente sui tassi cedolari e sull'appetibilità (emissioni interamente sottoscritte) dei minibond rispetto a quelli antecedenti, sono stati principalmente:

- la miglior qualità media degli emittenti (con rating *investment grade* o con indici reddituali e di solidità patrimoniale migliori),
- la presenza, nella quasi totalità dei casi di covenant stringenti, ovvero di opzioni Put, o rimborso *Amortizing*.

A parità di rating o della qualità degli indici di bilancio più significativi dell'emittente, la sensibile riduzione dei rendimenti dei titoli di Stato italiani avvenuta nel periodo oggetto di analisi, sembra, infatti, aver inciso meno essendo col passare del tempo aumentati i differenziali tra i BTP e le cedole dei minibond. Il motivo è sostanzialmente ascrivibile alla

circostanza che la maggior parte delle prime emissioni, sono state strutturate su iniziativa degli stessi emittenti e sono dipese più dalle loro preferenze (sia in termini di condizioni contrattuali che di tassi) che da quelle del mercato. Pur collocando i titoli a tassi relativamente elevati rispetto a quelli del 2014, non sono stati nella maggior parte dei casi in grado di soddisfare adeguatamente le aspettative degli investitori che hanno sottoscritto solo quote minoritarie delle emissioni. Il passare del tempo e la riduzione degli *yield to maturity* dei titoli di Stato italiani non è stata nella maggior parte dei casi sufficiente a renderli più appetibili, soprattutto quelli più rischiosi.

In seguito, invece, all'ingresso dei fondi chiusi e di BPVi come principali *originator* e strutturatori delle operazioni, il tasso di interesse di mercato e le condizioni contrattuali sono dipese più dalle preferenze degli investitori piuttosto che da quelle degli emittenti (tutti i loro titoli sono stati interamente sottoscritti fin dal primo giorno di collocamento), per cui tra i collocamenti pubblici si possono osservare anche grosse oscillazioni di tasso tra categorie omogenee di rating (ad esempio 180 bps tra due titoli con rating B1.1 di Cerved).

Per quanto riguarda i covenant, aspetto interessante è il fatto che, sia la scarsa numerosità media di sottoscrittori per ciascun minibond, che la tipologia degli stessi (investitori professionali), permette di includerne più facilmente un maggior numero nei regolamenti dei titoli (soprattutto per i fondi chiusi). Ciò risulta, invece, più difficile quando si tratta di corporate bond di grandi dimensioni diffusi tra centinaia e migliaia di sottoscrittori. La presenza di covenant, assieme alla presenza della clausola di rimborso *Amortizing*, sembrano poi influire maggiormente sul livello dei tassi di interesse dei titoli con un relativamente peggior merito creditizio piuttosto che sui titoli con rating *investment grade*.

Dalle analisi emerge poi chiaramente l'importanza degli indici di bilancio di una potenziale target (PFN/EBITDA, *leverage ratio*, *interest coverage ratio*, EBITDA *margin* e EBIT *margin*). In particolare appare evidente la relazione esistente tra gli indici ed il livello dei tassi cedolari, così che chi possiede degli indici conformi a una target paga meno, e chi non li rispetta paga di più. Eccezione a quest'ultima tendenza è data dalle aziende attive nel settore delle energie rinnovabili. Infatti, nonostante le stesse possiedano indici di stabilità finanziaria mediamente peggiori rispetto alle altre, attirano l'attenzione degli investitori esteri e pagano un tasso cedolare mediamente più basso, per il fatto che presumibilmente godono di migliori aspettative future.

In definitiva, l'analisi del mercato ExtraMOT Pro e dei relativi emittenti porta a concludere che, in una fase attuale di illiquidità, il minibond (di ammontare inferiore a € 50 milioni) si presta ad essere uno strumento adatto per:

- emittenti intenzionati a finanziare progetti di crescita industriale (sia per linee interne che esterne);
- emittenti che operano o che desiderano operare anche in mercati esteri;
- imprese che presentano indici di bilancio quanto meno in linea con le preferenze dei principali fondi chiusi (una volta rispettati i principali indici non sembra esservi una correlazione forte tra livello della cedola e livello degli indici di bilancio);
- imprese che operano in mercati attrattivi;
- imprese in grado di sottostare a covenant stringenti ed opzioni Put.

Fintanto che il mercato resta illiquido e il differenziale tra i rendimenti minimi (teorici) e quello richiesto dall'investitore medio resta piuttosto elevato (assieme al numero di covenant richiesti) già per imprese medie e con rating *investment grade*, le PMI non potranno beneficiare di questi nuovi strumenti per rifinanziarsi o ristrutturarsi. Ancora meno nel momento in cui il canale del credito bancario dovesse subire nuovamente turbolenze

simili a quelle appena trascorse.

L'interesse degli investitori stranieri (che attualmente preferiscono agire in proprio), in grado di incrementare sia la platea di emittenti, sia la raccolta dei fondi chiusi, affluirà con maggior forza solo dopo che saranno disponibili i primi risultati sui successi (o meno) delle operazioni e, quindi, solo dopo che i principali operatori nazionali (fondi e BPVi) avranno dimostrato la loro capacità di valutare adeguatamente la bontà degli emittenti. Intanto, anche qualora il flusso proveniente dal canale bancario dovesse tornare a fluire facilmente all'economia reale, le future emissioni di minibond non dovrebbero esserne condizionate negativamente, per il semplice fatto che gli intermediari bancari, senza grosse garanzie, continueranno a prestare prevalentemente a breve e a medio termine. Lasciando quindi un margine agli operatori del mercato dei minibond di valutare e sostenere progetti complessi e ambiziosi a medio-lungo termine di imprese prevalentemente anticicliche.

Si evidenzia, infine, come le banche stesse dovrebbero incentivare le aziende (clienti e non) ad emettere minibond:

- dal punto di vista delle aziende, per contribuire a renderne più consolidata e diversificata la struttura del debito;
- dal punto di vista dei bilanci delle banche stesse, al fine di rafforzarne la componente commissionale dei ricavi (in particolare per le attività di *Arranger*, *Advisor*, collocatore che l'intermediario potrebbe, a seconda dei casi, svolgere).

Ciò soprattutto nell'attuale contesto storico caratterizzato da bassi margini di interesse a causa di una forbice dei tassi (intesa come differenza tra il tasso di interesse medio sui prestiti e sui depositi di famiglie e imprese) così bassa da non permettere, di fatto, alle banche di poter guadagnare sull'intermediazione creditizia.

Bibliografia

Banca d'Italia: Rapporto sulla stabilità finanziaria n.1, maggio 2014.

Banca d'Italia: Rapporto sulla stabilità finanziaria n.2, novembre 2014.

BIS: 82a Relazione annuale, della BRI 2011/12, giugno 2012.

BIS: 84a Relazione annuale della BRI 2013/14, giugno 2014.

Banca d'Italia: Relazione annuale 2013, maggio 2014.

Banca d'Italia: Relazione annuale 2012, maggio 2013.

AIFI, Directory M&A 2014 L'analisi del mercato e i trend principali.

Rapporto Cerved PMI 2014.

Institutional non-bank lending and the role of Debt Funds, Helmut Kraemer-Eis, with contributions from Francesco Battazzi, Remi Charrier, Marco Natoli, Matteo Squilloni. European Investment Fund, 9 ottobre 2014.

Associazione Bancaria Italiana, Assemblea Ordinaria, Intervento del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco, 10 luglio 2014.

Idee per la Crescita. Le opzioni e le proposte per ritornare a crescere, Università commerciale Luigi Bocconi, 24 aprile 2013.

Luisa Carpinelli - Effetti reali delle crisi bancarie: una rassegna della letteratura, Questioni di economia e finanza n.55, Banca d'Italia, settembre 2009.

Paolo Longobardi e Luigi Scipione Titolo: Il rapporto banche-imprese tra crisi finanziaria e recessione dell'economia. Unimpresa, Giannini editore, 2012.

Giorgio Albareto e Paolo Finaldi Russo. Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi, Questioni di Economia e Finanza n. 127, Banca d'Italia, Luglio 2012.

Silvia Del Prete, Marcello Pagnini, Paola Rossi e Valerio Vacca. Organizzarsi per prestare in tempo di crisi. Risultati di un'indagine sulle banche, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza n. 154, Aprile 2013.

Antonio Accetturo, Antonio Bassanetti, Matteo Bugamelli, Ivan Faiella, Paolo Finaldi Russo, Daniele Franco, Silvia Giacomelli, Massimo Omiccioli. Il sistema industriale italiano tra globalizzazione e crisi, Questioni di economia e finanza n. 193, Banca d'Italia, Luglio 2013.

Management Executive Program di Sda Bocconi - Relazione Conclusiva del Cib Novembre 2013 - Finanza e crescita dopo la crisi-Intervento del Direttore Generale della Banca d'Italia Salvatore Rossi.

Magri, S. - The Financing of Small Innovative Firms: the Italian Case, Economics of Innovation and New Technology, vol. 18, n. 2, pp. 181-206, 2009.

P. Bolton, X. Freixas, L. Gambacorta e P. E. Mistrulli; Relazioni banca-impresa e credito in tempo di crisi. 2013, Working Paper Banca d'Italia, n.917.

Albertazzi, U., P.E. Mistrulli e P. Finaldi Russo (2007), L'indebitamento a medio e a lungo termine delle

imprese in Italia. *Bancaria*, vol. 63, n. 10, pp. 80-90.

Marcello Bofondi, Luisa Carpinelli ed Enrico Sette - L'offerta di credito durante la crisi del debito sovrano. Working Paper n. 909, Banca d'Italia, aprile 2013.

Laura Bartiloro, Luisa Carpinelli, Paolo Finaldi Russo, Sabrina Pastorelli. L'accesso al credito in tempo di crisi: le misure di sostegno a imprese e famiglie. *Banca d'Italia: Questioni di economia e finanza* n. 111 - gennaio 2012.

Pietro Alessandrini & Luca Papi & Andrea Filippo Presbitero & Alberto Zazzaro, 2013. "Crisi finanziaria globale, crisi sovrana e crisi bancaria: L'Italia e il confronto europeo, Working Papers 87, Money and Finance Research group (Mo.Fi.R.).

Banca d'Italia: The sovereign debt crisis and the euro area; Seminari e convegni Workshops and Conferences; n. 14, July 2013.

I Rapporti di CSE Crescendo. "Minibond": strumenti di sviluppo o sopravvivenza? (I e II ricerca).

Mini bond: le prime esperienze di quotazione sul mercato obbligazionario ExtraMot Pro, di Emanuele Rossi. dicembre 2014 – *Bancaria* n. 12.

CommunityCib della Sda Bocconi. Relazione Conclusiva del Cib 2013 Management Executive Program di SdaBocconi: Finanza e crescita dopo la crisi, Intervento del Direttore Generale della Banca d'Italia Salvatore Rossi.

UN PONTE PER LA CRESCITA: Imprese, banche e finanza per il futuro del Sistema Italia, Renzo A. Cenciarini, Maurizio Dallochio, Alberto Dell'Acqua, Leonardo L. Etno. Gangemi editore, 2006.

La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa. Mini bond, cambiali finanziarie, AIM, progetto Elite, Spac, incentivi allo sviluppo. Franco Angeli editore, 2014.

Paolo Longobardi e Luigi Scipione Titolo: Il rapporto banche-imprese tra crisi finanziaria e recessione dell'economia, Giannini Editore. Unimpresa.

Comunicato stampa FININT, 7 ottobre 2014: Il Fondo "Minibond PMI Italia" dà il via agli investimenti.

Articolo 3 del decreto del Ministero delle Attività Produttive del 18 aprile 2005.

SDA Bocconi - Divisione Ricerche "Claudio Dematté": Il trade off costo-rendimento nel mercato dei Mini Bond. Il mercato potenziale dei Mini Bond Valter Conca 27.03.2014.

I «mini bond»: un canale di finanziamento complementare e alternativo al credito bancario Settembre, 2014

Mario Gabrielli, Davide D'Affronto, Rossana Bellina, Paolo Chiappa - Dal Decreto Sviluppo al Decreto Destinazione Italia con i MINI BOND per il rilancio delle PMI Italiane - un'alternativa alla crisi.

Fondi ad hoc per l'investimento in minibond per intercettare i flussi finanziari, anche internazionali. Alessandro Moise e Stefano Gaspari, MondoAlternative, ottobre 2013.

Fondi comuni e compagnie di assicurazione: meno vincoli per gli investimenti in minibond. Alessandro Moise, MondoAlternative, ottobre 2013.

I fondi di debito hanno le potenzialità per diventare una fonte importante di accesso al capitale per le Pmi. Alessandro Moise e Stefano Gaspari, MondoAlternative, maggio 2014.

Si avvicina al miliardo di euro la raccolta dei fondi specializzati sul private debt. Valerio Magni e Stefano

Gaspari, MondoAlternative, luglio 2014.

Oltre 230 milioni di euro finanziano già i progetti di sviluppo delle Pmi italiane. Valerio Magni e Stefano Gaspari, MondoAlternative, ottobre 2014.

Banca Popolare di Vicenza: La piattaforma “MiniBond” di BPVi, Deal Review di Tesmec, Rigoni di Asiago, GSI Group, Coswell, Trevi, Estra, Sipcam e TBS, dicembre 2014.

Minibond: Strumenti di debito alternativo, Giovanni Landi, Daniele Colantonio, Matteo Soriani.

I Mini-bond istruzioni per l’uso, Roberto Calugi et. al, Consorzio Camerale per il credito e la finanza, novembre 2014.

La piattaforma “MiniBond” di BPVi, Una nuova opportunità di finanziamento per le PMI Italiane, ottobre e novembre 2014.

Muzinich: Il Ruolo dei Fondi di Credito per lo Sviluppo delle PMI, Febbraio 2014.

Laboratorio Fausto Vicarelli per lo studio del rapporto tra Banca e Impresa. Il Finanziamento delle PMI alternativo al Credito Bancario, Venerdì 14 novembre Università di Macerata, intervento di Andrea Perrone – Università Cattolica S. Cuore di Milano.

Iniziativa Finanza e Innovazione. Minibond: Un’opportunità sfidante per le imprese italiane. Aggiornamento: ottobre 2014.

IL SOLE 24 ORE – pagina 13, 31 gennaio 2015.

Sitografia

<http://www.dirittobancario.it/>

<http://www.mondoalternative.com/>

<http://www.prometeia.it/it-it/l-atlante.aspx?idC=64647&LN=it-IT>

<http://www.alumnibocconi.it/dotAsset/a4774ac6-580e-49ac-8249-c3cbc373ade4.pdf>

<http://www.osservatoriominibond.it/portal>

<https://sites.google.com/site/mofirunivpm/>

<https://www.linkedin.com/company/epic-sim>

<http://www.bloomberg.com/>

<http://www.consorziocamerale.eu/page.asp?section=85>

<http://www.minibonditaly.it/>

<http://www.adamsmith.it/risorse/channels/post/objects/UP120140128104753UPPresentazione%20Andrea%20Piazzetta.pdf>

http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme_definition/sme_user_guide_it.pdf

<http://www.aifi.it/aifi-presenta-gli-operatori-di-private-debt/>

<http://bebeez.it/category/private-debt/>

<http://ratingagency.cerved.com/>

<http://www.creditrating.crif.com/Pages/default.aspx>

<http://www.lseg.com/monte-titoli-italiano>

<http://it.elite-growth.com/>

<http://www.bancaintermobiliare.com/>

<http://www.borsaitaliana.it/borsa/obbligazioni/segmento-professionale/lista.html?&page=4>

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/>

<https://ideas.repec.org/e/pde83.html>

<http://www.piattaformapmi.it/mini-bond.asp>

Per le interviste e il materiale fornito dai fondi chiusi:

<http://minibond.anthilia.it/it/anthilia-bond-impresa-territorio/>

<http://www.finint.com/it/>

<https://www.zenitonline.it/zenit/>

<http://www.advamsgr.com/>

<http://www.gestielle.it/>

http://www.amundi.com/ita/home_prop_loca

<http://www.azimut.it/>

http://www.bnpparibas-ip.it/central/index.page?l=ita&p=IP_IT-NSG

<http://www.italianminibonds.com/>

<http://www.duemesgr.it/la-nostra-offerta/la-nostra-offerta.html>

<http://www.fysisfund.eu/home-it/>

<https://www.hedgeinvest.it/hidef.aspx?tabid=1>

<http://www.lyxor.com/>

<http://www.pensplan-invest.com/it/investimenti-sicuri/1-0.html>

<http://www.popolarevicenza.it/bpvi-web/home.html>

<http://www.pioneerinvestments.it/>

<http://www.rielloinvestimenti.it/>

<http://www.crescitalia.com/le-peculiarita-dei-mini-bond-rispetto-agli-strumenti-finanziari-tradizionali/>

Materiale su convegni, seminari e workshop:

Minibond meeting 15 dicembre 2015

http://www.consorziocreditoefinanza.it/writable/documenti/DOC_20141217150404.pdf

http://www.consorziocamerale.eu/writable/documenti/DOC_20141217145806.pdf

http://www.consorziocreditoefinanza.it/writable/documenti/DOC_20141217145940.pdf

http://www.consorziocreditoefinanza.it/writable/documenti/DOC_20141217150429.pdf

http://www.consorziocreditoefinanza.it/writable/documenti/DOC_20141217150315.pdf

http://www.consorziocreditoefinanza.it/writable/documenti/DOC_20141217150237.pdf

http://www.consorziocreditoefinanza.it/writable/documenti/DOC_20141217150124.pdf

http://www.consorziocreditoefinanza.it/writable/documenti/DOC_20141217150010.pdf

http://www.consorziocreditoefinanza.it/writable/documenti/DOC_20141217145850.pdf

5° Forum Banca & Impresa - Milano 9 aprile 2014

http://video.ilsole24ore.com/Formazione2/Video/Annual-Eventi/2014/banca_impresa/extrabancari/minibond.php

I minibond come nuovo strumento di finanziamento alle imprese: il caso pratico in provincia di Cuneo – 25/11/2014

http://www.cn.camcom.gov.it/Page/t08/view_html?idp=2174

Workshop ANIA Mediobanca, presentazione di Maria Teresa Iardella, novembre 2014

<http://www.ania.it/export/sites/default/it/sala-stampa/eventi/Documenti-correlati/Workshop-ANIA-II-nuovo-regolamento-36-26.11.2014/Workshop-ANIA-II-nuovo-regolamento-36-Mediobanca-Maria-Teresa-Iardella-Head-of->

[DCM-Securitisatio.pdf](#)

Convegno Paradigma, Banca Intermobiliare: Il mercato dei Minibond in Italia - Milano, 25 - 26 settembre 2014
http://www.bancaintermobiliare.com/repository/documenti/news/Convegno_Paradigma%2025-26%20settembre%202014%20web.pdf

Ordine Dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Biella. Minibond Strumenti di debito alternativi novembre 2014 http://www.odcec.torino.it/public/circolari/monografia_minibond_-_il_commerci_lista_001.pdf

Ordine Dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano. La disintermediazione del credito alle imprese. Riflessi ed opportunità per il dottore commercialista. MINIBOND IL MERCATO ITALIANO E LA FIGURA DEL FINANCIAL ADVISOR, Dimitri Christopher, 4 luglio 2014.
http://www.odcec.mi.it/docs/default-source/materiale-convegni/Christopher_1.pdf?sfvrsn=0

Club CEFEM, Borsa Italiana - Palazzo Mezzanotte 11 novembre 2014. Dal sistema bancocentrico agli strumenti finanziari alternativi, Carlo Arlotta, presidente Consilia Business Management SPA.
<http://www.clubcefem.com/Presentazione%20Totale.pdf>

Italian Minibond Day, London 26th February 2014.
<http://bebeez.it/wp-content/blogs.dir/5825/files/2014/02/Minibond-Day-Booklet.pdf>

Ascossim - Analisi e valutazione del rischio di credito delle obbligazioni corporate 11 giugno 2014- Milano - Palazzo Turati Via Meravigli, 9 Sala Conferenze
http://www.ascossim.it/Convegno20140611-Analisi-valutazione-rischio-credito_Documentazione.asp

Fondo Minibond PMI Italia IL PRIMO FONDO CHE INVESTE IN MINIBOND SUL MERCATO ITALIANO Auditorium Banca Monte dei Paschi di Siena, Sala Minghetti – Roma 22 luglio 2013
<http://www.un-industria.it/Public/Doc/fondo%20minibond%20pmi%20italia%20-%20presentazione%20a%20roma%20del%2022%20luglio%202013%20%282%29.pdf>

Prometeia, 28 giugno Parigi 2014, Finanziamento alle medie aziende : una nuova frontiera d'investimento. L'esperienza italiana e francese. <http://www.prometeiaadvisor.it/System/files/percorsi-di-informazione/parigi2014-31-BNP.pdf>

I mini-bond come strumento alternativo di finanziamento Topic CFO - BAA Bocconi “Finanziare lo sviluppo con i Minibond” Maurizio Belli Financial Innovations Milano, 8 maggio 2014.
<http://www.alumnibocconi.it/dotAsset/a4774ac6-580e-49ac-8249-c3cbc373ade4.pdf>

Gli strumenti di finanziamento per le PMI: quotazione dell'AIM versus Minibond. Cà Foscari Alumni, mercoledì 12 novembre 2014 H-Farm Roncade. <http://www.cafoscarialumni.it/eventi/gli-strumenti-di-finanziamento-per-le-pmi-quotazione-dell-aim-versus-minibond>

Roadshow:

Trevi: <https://www.youtube.com/watch?v=1HZ1AzjTWrA>

Sipcam: <https://www.youtube.com/watch?v=X0Tumh9QLxw>

Corvallis: <https://www.youtube.com/watch?v=YXM51QgXwSI>

TBS Group: <https://www.youtube.com/watch?v=4RVuWpiOeC4>

Estra e Tesmec: https://www.youtube.com/watch?v=2M_5bgMoM0w

Per bilanci, Documenti d'Ammissione, rating pubblici e interviste agli emittenti:

Gruppo PSC: <http://www.gruppops.com/b-notizia.aspx?pid=1493&cid=80&n=Investor+Relation>

Eurotranciatura: <http://euro-group.it/investor-relations/> e capogruppo Euro Management Services Spa: <https://aida.bvdinfo.com/>

Alessandro Rosso Group: <http://www.arossogroup.com/it/corporate/bilanci>

Bomi: <http://bomigroup.com/it/investor-relations>

CAAR: <http://www.caar-to.it/Caar-Investors.asp>

Coswell: <http://investor.coswell.biz/flex/cm/pages/ServeBLOB.php/L/IT/IDPagina/3>

ESTRA: <https://www.estrspa.it/investor-relations.html>

Enerventi: <http://www.ener20.com/it/l-azienda/key-figures>

Enna Energia: <http://greenarrow11.com/documenti-on-line/>

Exprivia Healthcare e capogruppo Exprivia: <http://www.exprivia.it/investor-relations> Lettera di patronage forte della capogruppo Exprivia: http://www.exprivia.it/documents/10179/451340/exprivia_lettera_di_patronage.pdf

Innovatec: <http://innovatec.it/investor-relations/>, capogruppo Kinexia: <http://www.kinexia.it/gruppo/cms/knx/ir/>, rating capogruppo: http://www.creditrating.crif.com/Documents/Rating%20summary_Kinexia_21102014_ITA.pdf

Filca: <http://www.filca.it/COMUNICAZIONE/Finanziaria/index.html>

Filca Rating: <http://www.creditrating.crif.com/Credit-Rating/rating-emessi-da-crif-credit-rating-agency/Pages/Rating-solicited/FILCA.aspx>

Fri-El Biogas: <http://www.fri-el.it/it/biogas/fri-el-biogas-holding/chi-siamo> e capogruppo Fri-El Green Power: <https://aida.bvdinfo.com/>

Geodata Engineering <http://www.geodata.it/en/press-publications/investor-relations>

GPI: <http://www.gpi.it/it/Investor-relations>

Grafiche Mazzucchelli: <http://www.mazzucchelli.it/it/investors.html>

GSI Group: http://www.gsigroup.net/default_home.htm#/investors

Iacobucci HF: <http://www.ihfelectronics.com/iacobucci/>

Rating: <http://www.creditrating.crif.com/Credit-Rating/rating-emessi-da-crif-credit-rating-agency/Pages/Rating-solicited/IACOBUCCI-HF-AEROSPACE-S-p-A.aspx>

IMI FABI: <http://minibond.anthilia.it/it/anthilia-bond-impresa-territorio/emissioni/>

INglass: http://www.inglass.it/pagine.php?id_menu=2&id_pag=1

IPI: <http://www.ipi-spa.com/la-societa/prestito-obbligazionario/#.VMpFcZt3LU>

JSH Group: <http://www.jshotels.it/ita/investorRelations/>

JSH Group rating: http://www.creditrating.crif.com/Documents/Rating%20summary_JSH_03818200408.pdf

MEP: <http://www.mepsaws.it/investor-relations/>

Microcinema: <http://www.microcinema.eu/>

Selle Royal: <http://www.selleroyal-group.com/site/>

Milleuno: <http://milleunobingo.it/investor-relations/>

Molinari: <http://www.molinarispa.it/> e capogruppo D.A.EM <https://aida.bvdinfo.com/>

MPG Manifattura Plastica: <http://www.mpgplast.it/investors>

Rigoni di Asiago: <http://www.rigonidiasiago.com/investor-relations/>

RSM Italy: <http://rsmitaly.com/>

SIGIT: <http://www.sigit.it/it/documenti.html>

SEA: <http://www.grupposea.net/CHISIAMO/INVESTORRELATIONS/lang/it-IT/default.aspx>

SIPCAM: <http://www.sipcam-oxon.com/investor-relation.cfm?lang=en>

Sudcommerci: http://sudcommerci.com/?page_id=4

TBS Group: <http://investor.tbsgroup.com/index.php/it/>

TerniEnergia: <http://www.ternienergia.com/index.php/investor-relations/>

Tesi Square: <http://www.thesisquare.com/Investor-Relations>

Tesmec: <http://investor.tesmec.com/InvestorHomePage.aspx>

Trevi Finanziaria Internazionale: http://www.trevifin.com/viewdoc.asp?co_id=195

TE Wind: <http://trueenergywind.eu/investor-relations/>

Acque del Basso Livenza: <http://www.acquedelbassolivenza.it/>

Acque Del Chiampo: http://www.acquedelchiampospa.it/societa_investor_relations.html

Acque Vicentine: <http://www.acquevicentine.it/investor-relations.html>

AVS: <http://www.altovicentinoservizi.com/>

ASI: <http://www.asiservizi.it/?area=5&menu=249>

BIM GSP: <http://www.gestioneservizipubblici.bl.it/investor-relations>

CVS: http://www.centrovenetoservizi.it/pagina.php?sez_id=47&pag_id=89

ETRA: <http://www.etraspa.it/index.php?pid=6008647277c4454cecd97d33c069f0ca&pg=4>

OLSA: <http://www.olsagroup.com/index.php/component/content/article?id=8>

Corvallis Holding: <http://www.corvallis.it/Apps/WebObjects/Corvallis.woa/1/wa/viewAgree?id=1603&lang=ita>

Dedagroup: <http://www.dedagroup.it/static/content/Investors-1422.aspx>

Primi Sui Motori: <https://www.primisuimotori.it/investitori/ir.html>

Penelope: <http://www.penelopespa.com/documenti.html>

Cerved Group: <http://www.cervedgroup.com/investors>

IVS: www.ivsgroup.lu

Rhino Bondco: www.rhinobondco.com

Meridie: www.meridieinvestimenti.com

Marcolin: <http://it.marcolin.com/investor-relations/comunicati-ir/>

Buscaini: www.supermercatipim.it

Teamsystem: www.teamsystem.com

Sisal: <http://www.sisal.com/media/comunicati-stampa/investor-relations>

Fide: www.fidespa.com

Gamenet: <http://www.gamenetspa.it/it/investor-relations>

Manutencoop: http://www.manutencoopfm.it/eng/investor_overview.asp

IFIR: www.ifirspa.com

ETT: <http://www.ettsolutions.com/InvestorRelations.aspx>

FININT: <http://www.finint.com/it/investor-relations/prestito-obbligazionario.php>

Cogemat: <http://www.cogematspa.it/investor-relations>

Dynamica Retail: <http://www.dynamicaretail.it/web/guest>

Officine Maccaferri: <http://www.maccaferri.com/area-riservata-investor-relations/18883-1.html>

SGG Holding: www.sggholding.com

K-flex: www.kflex.com/investors

Banca Etruria: www.bancaetruria.it

CMC Group: <http://cmcgruppo.com/cmc/investor-relations/>

Twin Set: <http://www.twinsgroup.com/it/investor-relations>

Coesia: http://www.coesia.com/it/home/thegroup/investor_relations

Waste Italia: <http://www.wasteitalia.it/it/investor-relations-it>

Antin Solar Investments: <http://www.antinsolar.com/investor-relations.php>