



**POLITECNICO**  
MILANO 1863  
SCHOOL OF MANAGEMENT

# Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation

## 9° Report italiano sui Minibond



marzo 2023



---

# Indice

	pagina
<b>Introduzione</b>	<b>2</b>
<b><i>Executive summary</i></b>	<b>3</b>
<b>1. Minibond: definizioni e contesto</b>	<b>7</b>
□ Definizioni metodologiche	7
□ Il contesto del mercato del capitale per le PMI	8
□ La normativa rilevante	12
□ Il segmento obbligazionario ExtraMOT PRO <sup>3</sup> di Borsa Italiana	15
□ I <i>minibond</i> in Europa nel 2022	20
<b>2. Le imprese emittenti</b>	<b>23</b>
□ Il campione aggiornato fino al 2022: statistiche descrittive	23
□ Le operazioni di sistema e i <i>'basket bond'</i>	28
□ I costi del collocamento	31
□ L'analisi dei bilanci	32
<b>3. Le emissioni</b>	<b>37</b>
□ La tassonomia dei <i>minibond</i>	37
□ Le emissioni fino al 2022: statistiche descrittive	38
□ Scadenza e remunerazione offerta	41
□ Il <i>rating</i>	45
□ Opzioni, <i>covenant</i> e garanzie	46
□ Le motivazioni del collocamento	50
□ <i>Focus: i minibond ESG</i>	51
<b>4. Gli attori della filiera</b>	<b>57</b>
□ I consulenti finanziari: gli <i>advisor</i>	57
□ I consulenti legali	58
□ Gli <i>arranger</i>	58
□ Le società di <i>rating</i>	59
□ Gli investitori	60
□ Le banche agenti e le banche depositarie	60
□ Portali dedicati ai <i>minibond</i>	61
□ I fondi di <i>private debt</i> attivi sui <i>minibond</i>	62
<b>Appendice. Elenco delle emissioni di <i>minibond</i> nel 2022</b>	<b>65</b>
<b>La School of Management</b>	<b>71</b>
<b>Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca</b>	<b>73</b>

---

# Introduzione

Il 2022 è stato un nuovo anno *record* per l'industria dei *minibond* in Italia. Mentre i fondi di *private capital* a livello mondiale ed europeo hanno visto una raccolta minore rispetto al passato, in un contesto generale non del tutto favorevole, con il conflitto bellico in Ucraina, la crescita dei tassi di interesse e dell'inflazione, nel nostro Paese i collocamenti di titoli di debito per importi inferiori a € 50 milioni hanno prosperato. Sono ben 190 le imprese italiane non finanziarie che nell'ultimo anno per la prima volta hanno raccolto capitale attraverso i *minibond*, più tutte quelle che lo hanno rifatto.

Da chi o da cosa sono state convinte?

Sicuramente un ruolo importante è stato giocato dalle diverse iniziative di Basket Bond lanciate dalla Cassa Depositi e Prestiti (e da altri soggetti) in cooperazione con alcune banche. Si tratta di progetti che sono riusciti ad ottenere la garanzia da parte di istituzioni europee, nazionali e regionali, contribuendo da una parte a ridurre il costo del capitale per le imprese, dall'altra a sostenere l'offerta di capitale di investitori che solitamente considerano poco *appealing* prestare denaro alle PMI.

Un secondo fattore è stato la crescente attenzione del mondo della finanza verso la sostenibilità. Nel 2022 c'è stato un balzo nell'emissione di *minibond green* e *sustainability-linked*. Queste tipologie di titoli piacciono agli investitori e danno visibilità alle imprese, permettendo loro di ottenere crediti spendibili rispetto al loro *scoring* ESG. Nell'ultimo anno, il 18,5% della raccolta è associato a queste tipologie specifiche di *minibond*.

Infine, si può pensare che l'incremento dei tassi di interesse sul mercato abbia convinto alcune imprese a diversificare le fonti di finanziamento, mettendo il 'fieno in cascina' e preparandosi a possibili restrizioni future nella disponibilità di credito (o nel suo costo). A prova di questa ipotesi si registra un aumento della dimensione media dei collocamenti rispetto al biennio precedente e il ritorno sul mercato delle Mid-Cap.

Nelle prossime pagine i lettori troveranno tutte le informazioni per farsi un'idea su quali saranno le prospettive future. Noi pensiamo che i temi sopra citati continueranno ad essere trainanti e auspichiamo che il mondo del risparmio gestito e degli investitori istituzionali italiani possa sempre più interessarsi al tema del *private debt* verso le PMI, oggi occupato da una nicchia di operatori specializzati.

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

Buona lettura!

marzo 2023

# Executive summary

## Minibond: definizioni e contesto

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

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

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

Nel 2022 l'industria italiana dei *minibond* ha visto un nuovo anno *record* conquistando decine di emittenti al debutto e incrementando la raccolta sul mercato (si veda la Figura 0.1) nonostante le tensioni geopolitiche, l'aumento dell'inflazione e soprattutto l'ascesa dei tassi di interesse.

## Le imprese emittenti

La ricerca, considerando i parametri prima introdotti, ha identificato 1.016 imprese italiane che alla data del 31 dicembre 2022 avevano collocato *minibond*; di queste, 663 (il 65,3%) sono PMI in base alla definizione UE. Nel 2022 le emittenti sono state 254 (di cui ben 190 si sono affacciate sul mercato per la prima volta), in aumento rispetto alle 200 del 2021.

Le emittenti del 2022 sono per il 53,9% SpA, per il 42,5% Srl, per il 2,4% società cooperative e per l'1,2% società consortili. Si è visto un buon aumento delle emittenti che presentavano un fatturato di conto economico fra € 10 milioni e € 50 milioni mentre sono calate quelle con ricavi fra € 2 milioni e € 10 milioni.

Per quanto riguarda il settore di attività, il comparto manifatturiero è sempre in testa (34,6% del campione 2022) mentre si osserva un balzo per le costruzioni (16,5%).

La Lombardia è sempre prima per numero di emittenti (63) seguita da Veneto (50) e Piemonte (28).

Nel 2022 hanno trainato la crescita del

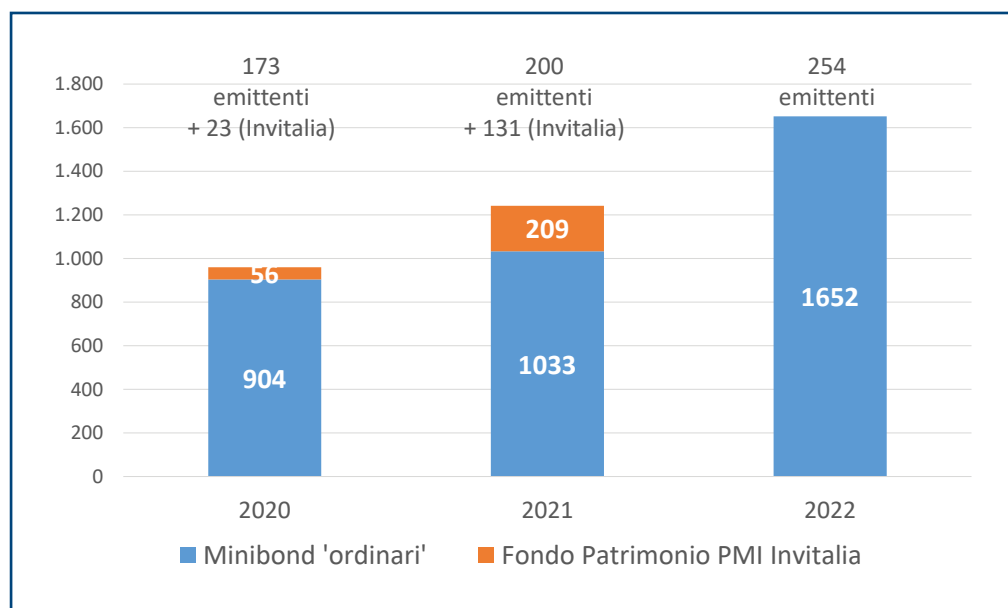


Figura 0.1

Riassunto sui numeri dell'industria italiana dei *minibond* nell'ultimo triennio (emissioni sotto € 50 milioni di società non finanziarie). Valori delle emissioni in € milioni. In arancione il contributo della misura 'Fondo Patrimonio PMI' di Invitalia.

mercato i *basket bond*, ovvero progetti di sistema volti ad aggregare le emittenti per area geografica o per filiera produttiva, anche attraverso *operazioni di cartolarizzazione*. Si tratta di progetti che fino ad oggi hanno catalizzato quasi € 2 miliardi di risorse. Protagonisti assoluti di questo mercato sono la Cassa Depositi e Prestiti e Mediocredito Centrale.

Si conferma che **non vi è riscontro di un rapporto di causa-effetto fra emissione del *minibond* e crescita successiva del volume d'affari**. Piuttosto, emerge che per un buon numero di PMI il *minibond* rappresenti **una tappa in un percorso di crescita che inizia ben prima e che prevede una serie di altre tappe importanti, già predefinite**. Sono numerose inoltre le piccole aziende che, pur avendo accesso al credito bancario, **vogliono sperimentare i *minibond* per acquisire competenze nuove rispetto al mercato del capitale e ottenere un effetto di 'certificazione' e di 'legittimazione'**.

## Le emissioni

Il *database* dell'Osservatorio è arrivato a collezionare **1.461 emissioni di *minibond* effettuate dalle imprese del campione a partire dal 2013** (in alcuni casi le imprese hanno condotto più emissioni).

Il **valore nominale totale dei *minibond* nel campione arriva a € 8,61 miliardi (€ 3,56 miliardi considerando solo le emissioni fatte da PMI)**.

Il 2022 ha contribuito con € 1,65 miliardi da 268 emissioni (l'anno scorso erano state 221) di cui il 25% è stato di importo inferiore a € 2 milioni. La parte della raccolta annuale che **compete alle sole PMI è stata pari a € 988 milioni**.

Il **valore medio tendenziale dei collocamenti nel secondo semestre 2022 è in aumento ed è pari a € 6,47 milioni**.

Una piccola parte dei titoli è stata quotata su un mercato borsistico; nel 2022 tale percentuale è scesa al minimo del 5% (il 4% su ExtraMOT PRO<sup>3</sup> e l'1% su un listino estero). Per quanto riguarda la **scadenza**, la distribuzione continua ad essere molto variegata, con una serie di titoli *short term* con *maturity* a pochi mesi ed emissioni a più lunga scadenza. **Il valore medio del 2022 è 5,64 anni** (in leggerissimo aumento rispetto al 2021).

La maggioranza dei titoli prevede il **rimborso del titolo a rate successive (*amortizing*)**. Nelle emissioni a breve scadenza è relativamente più frequente la **modalità *bullet*, con un rimborso integrale alla scadenza**.

Per quanto riguarda la **cedola**, nella maggioranza dei casi è **fissa** ma in 105 emissioni del 2022 è **indicizzata**. Nel 2021 i casi erano molto meno (22). **Cresce decisamente la remunerazione offerta, in linea con la dinamica dei tassi sul mercato** (la media è 5,18% rispetto a 3,94% dell'anno prima). L'interessante novità è che **nel 2022 in ben 31 emissioni la cedola era indicizzata alla *performance* di sostenibilità dell'azienda**. Nel 2021 i casi erano 18, nessuno negli anni precedenti.

I titoli **senza garanzie**, sulla scia dei provvedimenti emergenziali post-Covid, **sono ancora una minoranza del mercato ma crescono dal 16% al 22%**.

Il ricorso al **rating emesso da agenzie autorizzate è rimasto minoritario nel 2022** (il 14% delle emissioni l'ha richiesto).

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

Quest'anno viene dedicato uno spazio specifico ai ***minibond ESG*, emessi per finanziare progetti con impatto positivo sugli indicatori di sostenibilità**. Praticamente inesistenti fino al 2018, **nel 2022 ne sono stati collocati ben 60** (di cui 29 *green minibond* e 31 *sustainability-linked minibond*), per un controvalore di € 304,95 milioni, una quota di mercato pari al 18,5% della raccolta annuale. Nel 2021 erano solo 23.

## Gli attori della filiera

Come ogni anno la ricerca passa poi a identificare la situazione della catena del valore che ha caratterizzato il mercato dei *minibond* nel 2022.

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

*L'arranger* si occupa invece del colloca-

mento dei titoli sul mercato, individuando i potenziali investitori e occupandosi del 'fine tuning' rispetto alla definizione dei rendimenti offerti.

La società di *rating* è un altro attore di riferimento nell'emissione di giudizi indipendenti sulla solvibilità dell'emittente.

Importante anche il ruolo delle banche agenti e delle banche depositarie, che assistono le emittenti nei processi amministrativi correlati alla dematerializzazione dei titoli e alla gestione dei pagamenti.

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

Per quanto riguarda gli investitori che

hanno sottoscritto i *minibond*, il 2022 ha confermato il ruolo importante delle banche italiane (hanno sottoscritto il 33% dei volumi) anche se in calo rispetto al 2021, seguite dai fondi di *private debt* (24%). Fondi stranieri e banche estere contribuiscono con il 17%, in crescita sull'anno precedente. Guadagna ulteriore visibilità la Cassa Depositi e Prestiti (14%).

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

---



---

# 1. *Minibond*: definizioni e contesto

## Definizioni metodologiche

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

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

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

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

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

L'attenzione sul mercato dei *minibond* in Italia è sorta in un contesto del tutto particolare riferito agli effetti nefasti della crisi finanziaria partita nel 2008 e alla riduzione dell'offerta di credito dalle banche soprattutto nei confronti delle PMI, fenomeni che negli anni successivi si sono attenuati soprattutto grazie alle politiche monetarie espansive della Banca Centrale Europea e alle garanzie pubbliche ma che sono tornati di attualità nel 2020 con le difficoltà legate alla pandemia Covid-19 e all'aumento dei costi legati a energia e materie prime degli ultimi mesi.

## Il contesto del mercato del capitale per le PMI

Secondo le ultime stime dell'ISTAT, dopo il crollo del 9,0% nel 2020 e il rimbalzo del 2021 (+6,7%), il prodotto interno lordo in Italia è cresciuto del 3,9% del 2022. La domanda interna dovrebbe essere cresciuta con lo stesso ritmo, mentre continuano a trainare gli investimenti fissi lordi (+10,0%). Le esportazioni sono in aumento del 10,8% su base annuale ma anche le importazioni sono cresciute (+13,2%).

Il tema 'forte' dell'anno trascorso è stato quello dell'inflazione. Nel 2022 i prezzi al consumo hanno registrato una crescita in media d'anno dell'8,1%, segnando l'aumento più ampio dal 1985 (quando fu +9,2%), principalmente a causa dall'andamento dei prezzi dell'energia (+50,9% in media d'anno nel 2022, a fronte del +14,1% del 2021).

Immediata è stata la reazione delle banche centrali. Nell'arco del 2022 il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali della Banca Centrale Europea è passato da 0% a 2,5% per poi crescere ulteriormente al 3% nel febbraio 2023. Dobbiamo tornare al 2008, all'inizio della crisi finanziaria, per rivedere lo stesso valore.

I mercati finanziari hanno ovviamente scontato le tensioni internazionali e i nuovi fondamentali macro-economici; nel corso del 2022 l'indice FTSE Mib è sceso del 13,3%. Gli indici delle imprese di piccola e media capitalizzazione sono andati anche peggio: il FTSE Italia PIR PMI è sceso del 16,3% e il FTSE Italia Growth (relativo al listino Euronext Growth Milan) è sceso del 19,5%.

I tassi sul mercato obbligazionario dell'Euro sono ovviamente cresciuti, con i titoli di stato decennali tedeschi che a fine 2022 rendevano il 2,5% mentre a inizio anno erano ancora negativi. Lo *spread* dei titoli di Stato decennali italiani era pari a 140 punti base a inizio 2022 ed è gradualmente cresciuto fino ad ottobre per poi stabilizzarsi a fine anno intorno a quota 210.

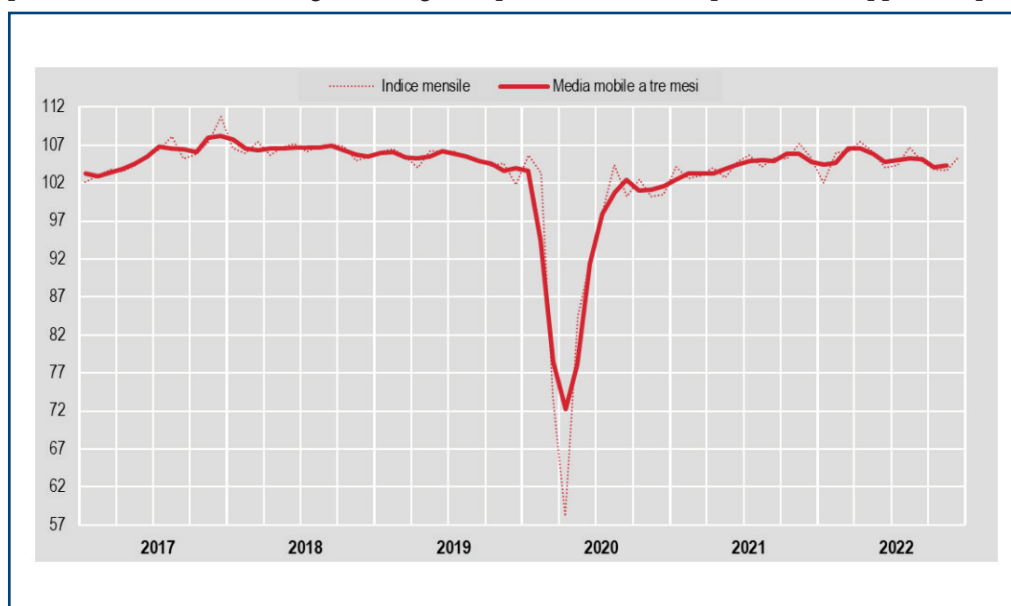
### La congiuntura per le imprese

Focalizzandoci sull'attività economica delle imprese, i dati ISTAT del 2022 sulla produzione industriale nazionale (si veda la Figura 1.1) evidenziano un lieve progresso sul 2021 (+0,5%). I settori di attività economica che registrano gli incrementi tendenziali maggiori sono la produzione di apparecchiature elettriche e non (+27,4%), prodotti farmaceutici di base e preparati (+18,1%) e fabbricazione di mezzi di trasporto (+13,6%). Flessioni si registrano nell'industria del legno, carta e stampa (-15,0%), fornitura di energia elettrica, gas e vapore (-13,8%) e nei prodotti chimici (-11,6%).

Il saldo della bilancia commerciale nel 2022 è stato negativo per circa € 31 miliardi (nel 2021 c'era stato un avanzo positivo di € 40 miliardi). Il risultato è stato determinato soprattutto dal bilancio energetico, negativo per € 111 miliardi, più che raddoppiato rispet-

Figura 1.1

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



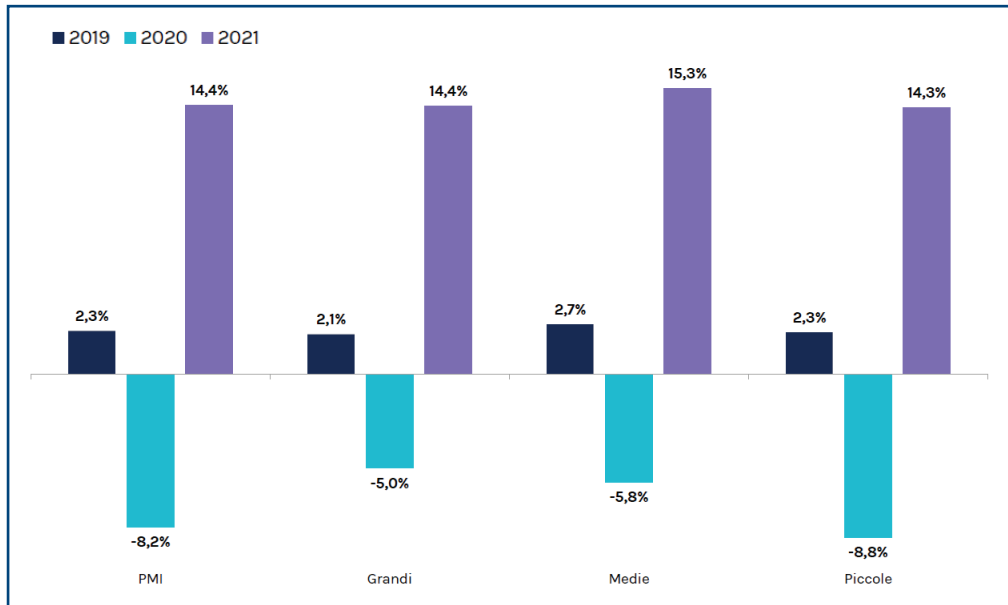


Figura 1.2

Variazione del fatturato delle imprese italiane fra il 2019 e il 2021, per dimensione di azienda. Fonte: Rapporto Cerved PMI 2022

to al 2021. Nell'intero 2022 le esportazioni extra-europee hanno segnato un rialzo del 20,2% (trainate da USA, Svizzera e Turchia) raggiungendo € 295 miliardi mentre quelle verso l'Unione Europea sono cresciute del 19,7%; ovviamente sono crollati gli scambi commerciali con la Russia. I comparti che hanno spinto la crescita delle esportazioni sono stati gli articoli farmaceutici, chimico-medicinali e botanici (+42,8%), i prodotti petroliferi raffinati (+80,0%), i metalli di base e prodotti in metallo, esclusi macchine e impianti (+17,6%).

In attesa dei bilanci del 2022, sono disponibili i rendiconti finanziari del 2021 che per le imprese italiane evidenziano (si veda la Figura 1.2) un recupero del volume d'affari rispetto al periodo Covid<sup>1</sup>, simile per tutte le classi dimensionali (+14,4% sia per le PMI sia per le grandi imprese. Il 'rimbalzo' è stato maggiore per le costruzioni e l'industria; ciononostante, i comparti maggiormente impattati dallo *shutdown* sono ancora al di sotto dei livelli di volume d'affari del 2019.

Anche marginalità e utili sono tornati a crescere nel 2021 (si veda la Figura 1.3) così come il numero di nuove imprese; secondo le stime di Cerved il numero di PMI in Italia (escludendo le microimprese) è arrivato al massimo degli ultimi anni (163.551). I primi dati del 2022 registrano però una contrazione nel flusso di nuove società di capitale (-5,7% nel primo semestre rispetto allo stesso periodo del 2021). Solo il settore delle costruzioni, trainato chiaramente dagli incentivi per l'edilizia, mostra un saldo positivo (+7,8%).

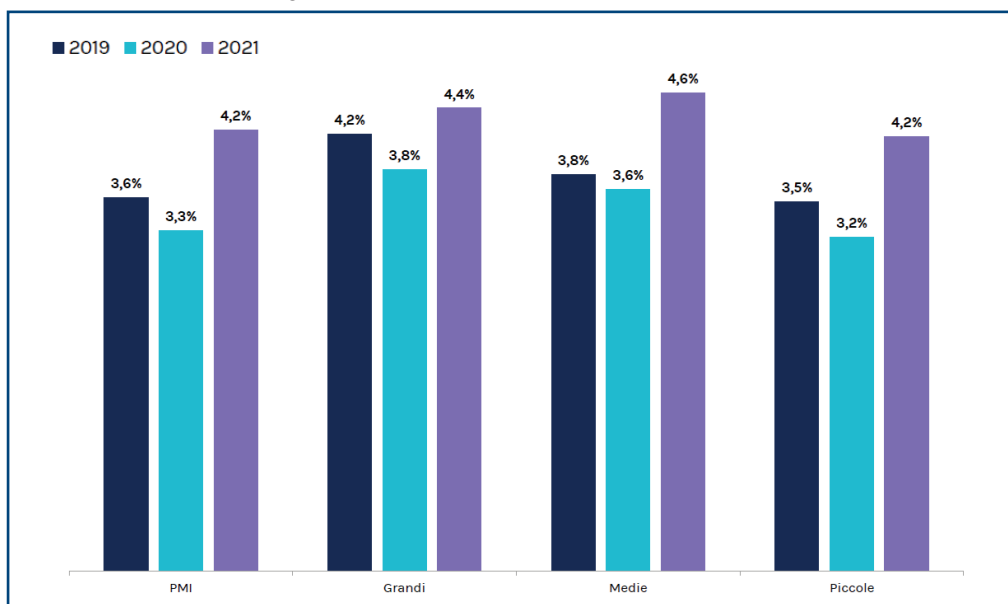


Figura 1.3

Valore medio dell'utile corrente sul fatturato delle imprese italiane fra il 2019 e il 2021, per dimensione di azienda. Fonte: Rapporto Cerved PMI 2022

**Figura 1.4**

Andamento dei debiti finanziari per dimensione d'impresa (base 2007=100).  
Fonte: Rapporto Cerved PMI 2022



### L'indebitamento delle PMI e la disponibilità di credito

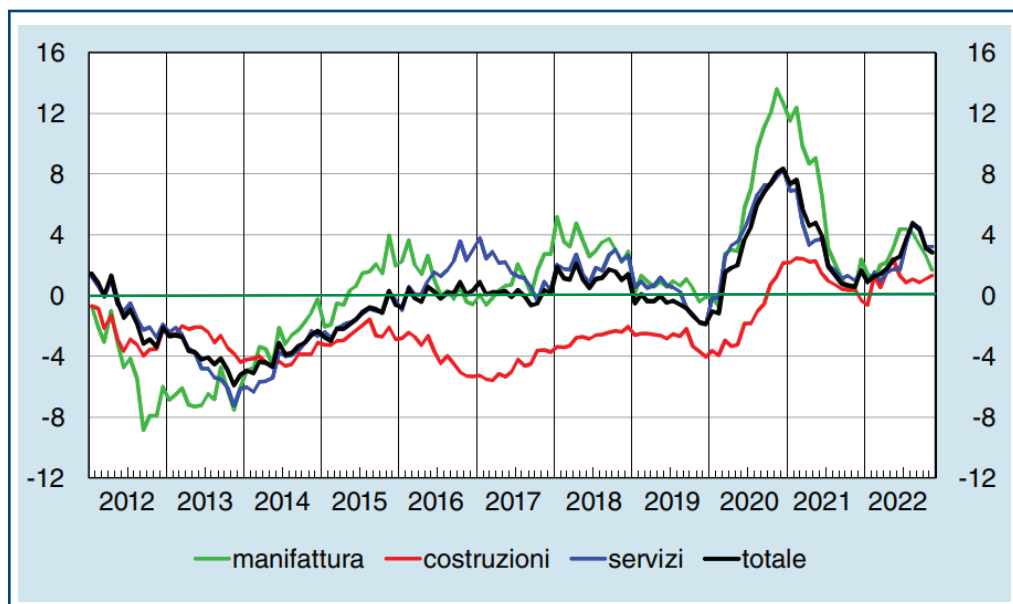
La Figura 1.4 ci mostra che nel 2021 il livello dei debiti finanziari delle PMI è cresciuto ulteriormente (+6,7%) dopo il forte incremento del 2020 (+12,5%); per le grandi imprese è aumentato di più (+12,6%) amplificando il divario già esistente. Ciononostante, se guardiamo al valore relativo della leva finanziaria, il rapporto fra debiti finanziari e patrimonio netto si rivela in calo per le PMI nel 2021 (da 61,1% a 59,9%) mentre cresce per le grandi imprese (da 91,5% a 97,9%). Hanno contribuito a questo risultato le rivalutazioni dei beni aziendali, come immobili, partecipazioni, marchi e brevetti, concesse dal D.L. 'Liquidità' del 2020 e da altri decreti successivi, che hanno generato riserve contabili nel patrimonio netto di Stato Patrimoniale.

Secondo il *database* Payline di Cerved, dopo una fase di tensione coincisa con i mesi più severi dell'emergenza pandemica, la situazione di liquidità delle imprese è tornata buona e i tempi di pagamento delle fatture sono rapidamente tornati alla normalità. In media, secondo le osservazioni del primo semestre 2022, una PMI salda le fatture in ritardo di 7,1 giorni, valore minimo dell'ultimo decennio. Solo il 3% delle piccole e medie imprese si trova in una grave crisi di liquidità.

Attingendo dalle statistiche di Banca d'Italia, la Figura 1.5, coerentemente con i dati prima citati, evidenzia come nel 2021 lo *stock* dei prestiti bancari alle imprese non finanziarie sia cresciuto ulteriormente (seppure ad un tasso mano a mano minore) arrivando

**Figura 1.5**

Il credito bancario a favore delle imprese italiane non finanziarie: variazione dello *stock* disponibile dal 2012 al 2022, per attività.  
Fonte: Bollettino Economico, Banca d'Italia



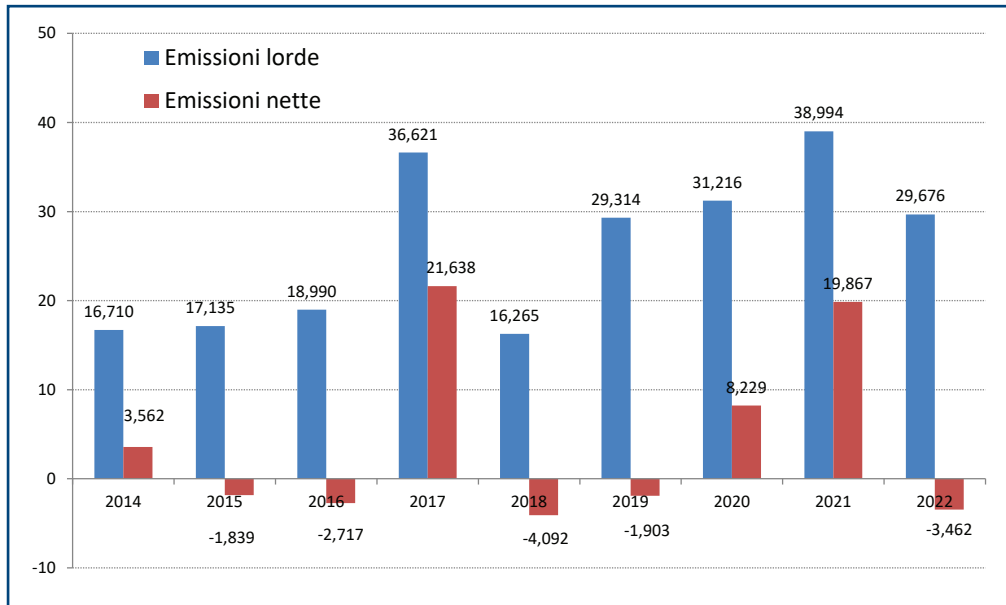


Figura 1.6

Emissioni obbligazionarie (lorde e al netto dei rimborsi) di imprese italiane non finanziarie dal 2014 al 2022 (dati in € miliardi).  
Fonte: Banca d'Italia

a dicembre a quota € 663 miliardi<sup>2</sup>. Nel 2022 la crescita è tornata ad accelerare, soprattutto per il comparto manifatturiero, con lo *stock* dei prestiti bancari arrivato nel terzo trimestre a € 677 miliardi.

<sup>2</sup> Fonte: Banca d'Italia, "Conti finanziari" (gennaio 2023)

### La raccolta attraverso il mercato obbligazionario

Secondo i dati di Banca d'Italia<sup>3</sup> riportati in Figura 1.6, nel 2022 le emissioni lorde di *bond* da parte di tutte le imprese non finanziarie italiane sono tornate ai livelli del 2019 e del 2020, con un flusso che ha sfiorato € 30 miliardi. Il valore al netto dei rimborsi è tornato ad essere negativo (- € 3,46 miliardi); si può ipotizzare che la crescita del credito bancario abbia 'sostituito' il ricorso al mercato mobiliare e che la volatilità dei mercati abbia 'raffreddato' i passati entusiasmi degli investitori. Come vedremo, per il mercato dei *minibond* i numeri sono del tutto diversi e il 2022 ha rappresentato un anno *record* per le emissioni. Lo *stock* complessivo finale di titoli di debito *outstanding* (relativo a tutte le imprese non finanziarie) era pari a € 168,6 miliardi, in calo rispetto a un anno fa. La Figura 1.7 confronta la 'fotografia' delle passività finanziarie di terzi delle società non finanziarie italiane al 31/12/2022 con quella di 10 anni fa (1/1/2013). È interessante notare come lo *stock* di debito bancario sia sceso notevolmente, mentre è cresciuta la componente obbligazionaria, così come quella legata ai prestiti da altri soggetti finanziari non bancari. La somma delle tre componenti è comunque diminuita, a testimoniare il

<sup>3</sup> Fonte: Banca d'Italia, "Mercato finanziario" (febbraio 2023)

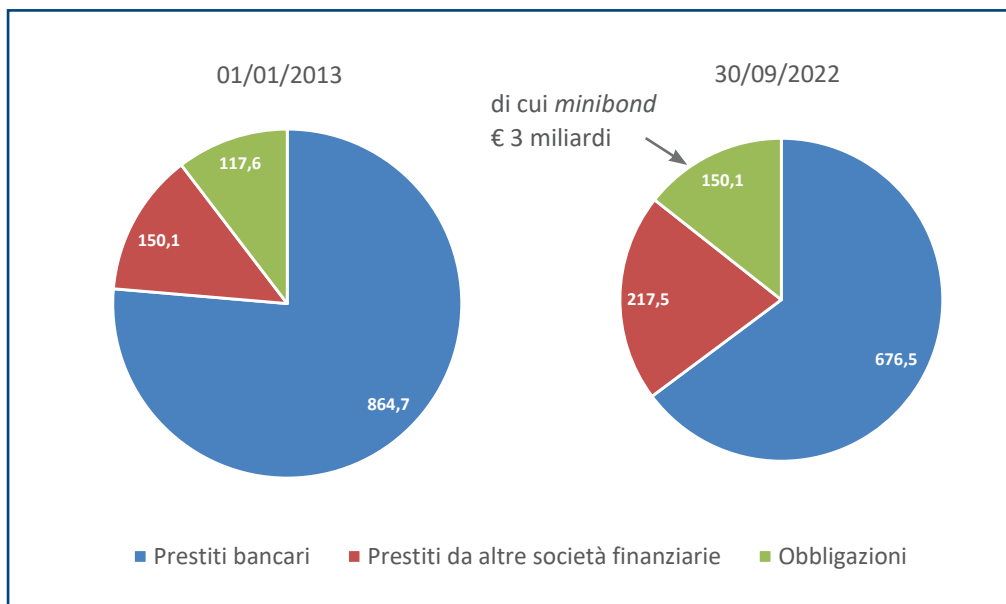


Figura 1.7

Passività delle società non finanziarie italiane dal 2013 al 2022: confronto fra prestiti bancari, prestiti da altre società finanziarie e obbligazioni. Valori in € miliardi (l'area è proporzionale ai valori).  
Fonte: Conti finanziari, Banca d'Italia

miglioramento della capitalizzazione delle imprese attraverso l'*equity*.

Il contributo dei *minibond* fino a € 50 milioni, secondo le stime del nostro Osservatorio meglio dettagliate nelle prossime pagine (si veda la Figura 3.2 a pagina 38), nel corso dei 10 anni può essere stimato in una raccolta da parte di 1.016 imprese italiane quantificabile in € 8,61 miliardi; al netto dei rimborsi, lo *stock* disponibile a fine 2022 era pari a circa € 3 miliardi. Fra le emittenti, 663 sono PMI secondo le definizioni UE; se consideriamo solo queste imprese, le emissioni di *minibond* hanno raccolto € 3,56 miliardi, di cui € 1 miliardo ancora da rimborsare a fine 2022.

### La normativa rilevante

Nel 2022 non si sono registrate novità normative particolari che possano riguardare il mondo dei *minibond*. L'unico tema 'aperto' riguarda il collocamento dei titoli attraverso i portali Internet autorizzati per la raccolta di capitale *online*. Inoltre stanno gradualmente scadendo i provvedimenti emergenziali che hanno interessato le garanzie sui *minibond* a seguito della pandemia Covid.

Cominciando dal primo tema, come si ricorderà, la Legge di Bilancio 2019 ha introdotto l'opportunità per i portali di *equity crowdfunding* autorizzati dalla Consob di collocare titoli di debito, ma solo a particolari condizioni ben dettagliate dal Regolamento aggiornato con delibera n. 21110 del 10 ottobre 2019. In particolare, è possibile collocare su Internet solo titoli di debito di Società per Azioni e gli investitori titolati devono appartenere a una di queste classi:

- investitori non professionali con un portafoglio complessivo di strumenti finanziari, inclusi i depositi in denaro, pari a € 250.000 come certificato da una banca o da un intermediario;
- investitori non professionali che si impegnano ad investire almeno € 100.000 in un'offerta, nonché dichiarino per iscritto, in un documento separato dal contratto da stipulare per l'impegno a investire, di essere consapevoli dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto;
- investitori non professionali che effettuano l'investimento nell'ambito della prestazione del servizio di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti.

Ad oggi le piattaforme di *equity crowdfunding* che hanno ottenuto il nulla-osta per collocare titoli di debito sono sei (2meet2biz, Crowdfundme, Firmaid, Fundera, Opstart, ReRoi). Non tutte però sono diventate operative e anzi due di esse (Azimut Direct X e The Best Equity, acquisita da Opstart) hanno rinunciato all'autorizzazione detenuta.

La Tabella 1.1 riporta alcune informazioni sui titoli collocati, che naturalmente rientrano nel *database* di analisi dell'Osservatorio. La raccolta nel 2022 è stata pari a € 38,685 milioni, in buona crescita rispetto a quella registrata nel 2021 (€ 20,88 milioni).

Tabella 1.1

I *minibond* collocati dai portali autorizzati di *equity crowdfunding*: confronto fra il 2021 e il 2022

Portale	Offerte 2021	Raccolta 2021	Offerte 2022	Raccolta 2022
Fundera.it	25	€ 14.700.000	31	€ 30.150.000
Crowdfundme.it	3	€ 2.730.000	2	€ 2.135.000
Opstart.it (Crowdbond)	3	€ 3.450.000	8	€ 6.400.000
<b>TOTALE</b>	<b>31</b>	<b>€ 20.880.000</b>	<b>41</b>	<b>€ 38.685.000</b>

Box 1.1

Innexta e i *minibond*

La finanza complementare conquista anche in Italia ogni anno ulteriore terreno nel mondo del credito, ed anche i *minibond* seguono compatti questo percorso. Sono ormai un elemento di valore nei piani di crescita delle imprese, ed in periodi di tassi passivi crescenti è l'imprenditore stesso che vuole avere piena conoscenza di tutte le alternative possibili nel processo di decisione sulla copertura finanziaria.

Innexta, insieme alle Camere di Commercio, è *partner* dell'Osservatorio Minibond e da sempre è in prima linea nell'affiancamento alle PMI, offrendo un servizio di accompagnamento nel percorso di valutazione, emissione, sottoscrizione dei *minibond*. Non secondario in questo processo è la decisione di Camera di Commercio di Milano, Monza Brianza e Lodi, di sostenere parte del costo dell'impresa con un contributo a fondo perduto finalizzato alla emissione di un *minibond*.

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

Oggi in Italia non vi sono limitazioni particolari per gli investitori che desiderano sottoscrivere capitale di rischio o prestare denaro (*peer-to-peer lending*) attraverso i portali Internet, mentre - come dettagliato nella pagina precedente - vi sono alcuni vincoli per il collocamento di *minibond*. È molto probabile che il recepimento del nuovo Regolamento ECSP, che non distingue rispetto alle tipologie di investimento, porterà novità nel quadro attuale.

Attualmente, le Società per Azioni (SpA) italiane, in base all'art. 2412 del Codice Civile, possono collocare obbligazioni per un importo fino al doppio del loro patrimonio netto. Il vincolo non sussiste per le emissioni sottoscritte da investitori vigilati (come banche e fondi), per quelle quotate e per quelle garantite da un'ipoteca immobiliare. Sarebbe opportuno eliminare questo vincolo, retaggio del passato, o estenderlo ad altri tipi di garanzie e al collocamento attraverso i portali Internet.

Per quanto riguarda invece le Società a responsabilità limitata (Srl), l'art. 2483 del Codice Civile è molto restrittivo e impone la circolazione dei titoli di debito da loro emessi solo fra investitori vigilati (senza però alcun limite sul massimo valore emesso). Si tratta di un vincolo che molto probabilmente è in conflitto con lo spirito del Regolamento ECSP e peraltro crea una differenza fra le Srl che attualmente raccolgono senza vincoli attraverso il *peer-to-peer lending* e quelle che vogliono collocare *minibond*.

Infine, la normativa riserva un trattamento fiscale favorevole, con la deducibilità dei costi di emissione e degli interessi per le emittenti e la ritenuta secca del 26% per gli investitori (invece della tassazione della dichiarazione dei redditi), solo ai *minibond* quotati o sottoscritti da investitori vigilati. Anche questa differenza appare ormai anacronistica e sarebbe opportuno eliminarla.

Non vi è dubbio che collocare al pubblico i *minibond* pone temi rilevanti di protezione degli investitori, anche guardando all'esperienza (spesso negativa) maturata in altri Paesi. La nuova normativa ECSP è l'occasione per dare un ruolo importante ai gestori delle piattaforme nella selezione degli investimenti da proporre e comunque per eliminare asimmetrie che oggi caratterizzano l'investimento nei *minibond* rispetto al *peer-to-peer lending*. Senza gli interventi citati, c'è il concreto rischio che le nostre PMI siano penalizzate rispetto a quelle di altri Paesi UE.

Infine, sempre in tema di equiparazione fra diversi canali di investimento in crediti verso le imprese, merita attenzione la richiesta degli operatori di emanare finalmente il decreto attuativo del D.L. 34/2019 (Decreto 'Crescita') che prevede l'estensione della garanzia pubblica del Fondo Centrale agli investitori dei portali per la raccolta di capitale *online*, con la possibilità per i gestori dei portali di chiederla in nome e per conto di tutti i finanziatori *crowd*.

## Box 1.2

Il nuovo Regolamento ECSP: i temi aperti per il mercato dei *minibond*

Nel novembre 2021 è però entrato in vigore il nuovo Regolamento UE ECSP (European Crowdfunding Service Providers) che introduce importanti elementi di novità sia sul piano del regime di autorizzazione delle piattaforme, sia sul piano delle regole di condotta, oltre a consentire l'operatività *cross-border* delle piattaforme in altri Paesi europei, in regime di 'passaportazione'. Spetta ora alle autorità nazionali competenti implementare il Regolamento e armonizzarlo con le norme nazionali, modificandole laddove necessario, prima del 10 novembre 2023, quando scadrà il transitorio concesso dalla Commissione Europea. Come argomenta il Box 1.2, l'armonizzazione delle regole nazionali deve affrontare anche il tema del collocamento dei *minibond*.

Per quanto riguarda invece il tema delle garanzie, si segnala come novità il Decreto interministeriale del 20 maggio 2022 che definisce modalità, termini, limiti e condizioni per la concessione della garanzia della sezione speciale del Fondo di Garanzia nazionale concernente i portafogli di obbligazioni emessi da determinate categorie di imprese (PMI e Mid-cap), prevista dal D.L. 73/2021 ("Sostegni-bis"). Si tratta di un provvedimento che interessa in particolare le operazioni di cartolarizzazione come i *basket bond*. Il Box 1.3 entra nel merito della situazione complessiva delle garanzie pubbliche disponibili per le PMI.

**Box 1.3****Il punto sulle garanzie pubbliche**

(a cura di Claudio Calvani)



**Claudio Calvani**  
(VVA Debt & Grant)

*“Il comparto delle garanzie pubbliche ha svolto un ruolo chiave a supporto delle esigenze di liquidità delle imprese italiane, in un contesto macroeconomico travagliato - oltre che dai postumi della fase più acuta di crisi pandemica - anche dai risvolti economici del conflitto russo-ucraino”*

Per rispondere prima alla crisi Covid e poi agli effetti della guerra in Ucraina, il Governo ha emanato a partire dal 2020 una serie di provvedimenti temporanei riguardanti le garanzie pubbliche nell'ambito del Temporary Framework europeo.

Ripercorrendo i principali interventi nel 2022, la Manovra di Bilancio 2022 aveva prorogato fino al 30 giugno 2022 sia la Garanzia Italia di SACE sia il Fondo di Garanzia per le PMI. Per questo secondo strumento, sulla scia di un processo iniziato già a luglio 2021 con la riduzione della copertura dal 90% all'80%, la Legge di Bilancio 2022 aveva altresì previsto un meccanismo di graduale rientro dalle previsioni emergenziali con: la riduzione all'80% della copertura sui prestiti di importo inferiore a € 30.000; il ripristino del titolo oneroso della garanzia per le imprese del Centro-Nord da aprile 2022; la reintroduzione, a partire da luglio, del modello di valutazione del rischio con alcune eccezioni e la distinzione tra le garanzie su finanziamenti richiesti per finalità d'investimento (mantenute all'80% indipendentemente dal merito creditizio del beneficiario) e quelle sui finanziamenti per liquidità (variabili in base ad alcune fasce di *rating*: 60% per le imprese più virtuose di fascia 1 e 2, 80% per quelle più in sofferenza nelle fasce 3, 4 e 5).

Una significativa modifica a questo impianto normativo è stata determinata dal Decreto 'Aiuti' (D. L. 50/2022), varato successivamente all'inizio del conflitto russo-ucraino. Per le imprese con comprovate esigenze di liquidità direttamente o indirettamente connesse alla guerra, purché non in situazione di difficoltà o con esposizioni classificate come sofferenze già prima del 31/01/2022, il Decreto ha introdotto la possibilità di richiedere garanzie pubbliche - a valere sia sul Fondo di Garanzia sia sul nuovo strumento Garanzia SupportItalia di SACE (operativo dal 22/07/2022) - su finanziamenti di durata fino a 8 anni e per importi non superiori alternativamente: al 15% del fatturato medio degli ultimi tre esercizi conclusi; al 50% dei costi sostenuti per l'energia nei 12 mesi precedenti alla richiesta di agevolazione; al fabbisogno prospettico di liquidità (massimo 12 mesi successivi alla richiesta).

Il Fondo di Garanzia ha esteso la quota di copertura fino al 90% in garanzia diretta (100% in riassicurazione) per gli interventi di efficientamento o diversificazione della produzione/del consumo energetici.

Scaduta la precedente Garanzia Italia, SACE ha inaugurato il nuovo strumento SupportItalia che prevede sempre garanzie tra il 70% ed il 90% in base alla dimensione del beneficiario, introducendo però un concorso paritetico tra garante e garantito in caso di perdite per mancato rimborso del finanziamento. Al Decreto 'Aiuti' si deve anche l'istituzione di un'ulteriore tipologia di garanzia SACE, che - previo via libera della Commissione UE - sarà però concessa a condizioni di mercato fino al 70% di finanziamenti o titoli di debito (anche su portafogli) della durata massima di 20 anni, fattispecie che la rende ideale per le rinegoziazioni di prestiti già esistenti, con l'obiettivo di sostenere la crescita dimensionale, la patrimonializzazione e la competitività di imprese italiane o con sede legale all'estero ma con stabile organizzazione in Italia.

Tra le successive modifiche, si segnala dal 10/10/2022 l'avvio di una sezione speciale del Fondo di Garanzia per il settore turistico prevista dal PNRR, che consente il rilascio a titolo gratuito di garanzie (70% in via diretta, 80% in controgaranzia) fino a € 5 milioni per le imprese alberghiere e altri attori del comparto turistico con dipendenti entro le 499 unità, a supporto di interventi di riqualificazione energetica e innovazione digitale e per assicurarne la continuità aziendale, garantirne il fabbisogno di liquidità e il sostegno agli investimenti

Inoltre, il Decreto 'Aiuti Ter' (D.L. 144/2022) ha introdotto una garanzia all'80% su finanziamenti finalizzati alla copertura dei costi per il pagamento delle fatture di ottobre-novembre-dicembre 2022 per consumi energetici. Infine, il Decreto 'Aiuti Quater' (D.L. 176/2022) ha prorogato al 31/12/2023 la garanzia SACE SupportItalia.

In ultima analisi, la recente Manovra di Bilancio 2023 (Legge 197/2022) ha rifinanziato il Fondo di Garanzia con € 720 milioni aggiuntivi e prorogato a fine 2023 il termine di applicazione della disciplina transitoria e del sostegno speciale/temporaneo del Fondo stesso nel contesto delle misure di contrasto agli effetti del conflitto bellico, in linea con la scadenza prevista dall'ultima modifica al quadro temporaneo.

Nel 2022 il Fondo di Garanzia ha accolto più di 283.000 domande per € 42 miliardi di crediti garantiti su un totale di circa € 54 miliardi di finanziamenti. Garanzia Italia di SACE ha chiuso i battenti a luglio 2022 con € 42 miliardi di volumi garantiti su 6.361 richieste ricevute.

Non va dimenticato poi il sostegno all'internazionalizzazione offerto da Simest, che ha visto incrementare esponenzialmente le richieste di accesso ai fondi di propria gestione. Il prossimo sportello agevolativo, atteso per fine marzo, dovrebbe offrire una serie di strumenti sia rivisitati sia inediti.



A vantaggio della completezza informativa, la Tabella 1.2 riassume il *framework* normativo rilevante per i *minibond*, sedimentato nel corso degli anni.

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

**Tabella 1.2**

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

## Il segmento obbligazionario ExtraMOT PRO<sup>3</sup> di Borsa Italiana

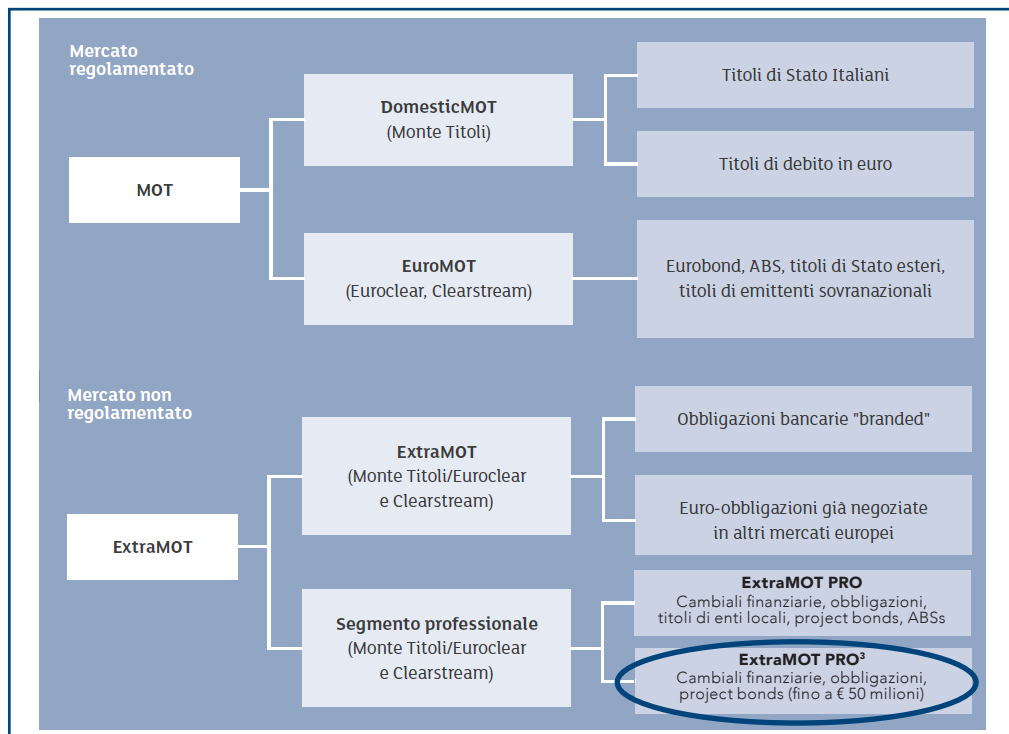
Il mercato ExtraMOT PRO di Borsa Italiana nasce nel febbraio 2013 come segmento professionale del mercato ExtraMOT (si veda la Figura 1.9) in cui possono essere quotati *project bond*, obbligazioni, cambiali finanziarie, *asset backed securities* (ABSs) e strumenti partecipativi. Dal 16 settembre 2019, ExtraMOT si è arricchito di un ulteriore segmento con ExtraMOT PRO<sup>3</sup> che è dedicato all'emissione di obbligazioni o titoli di debito da parte di società non quotate su mercati regolamentati, PMI o aventi un valore di emissione inferiore a € 50 milioni.

Dall'aprile 2021, con l'acquisizione di Borsa Italiana da parte del gruppo Euronext (che già comprende i listini di Parigi, Amsterdam, Bruxelles, Dublino, Oslo e Lisbona) ExtraMOT PRO<sup>3</sup> è entrato a tutti gli effetti del gruppo pan-europeo.

L'obiettivo del listino è quello di dare visibilità delle società quotate e permettere loro di beneficiare delle iniziative mirate a facilitare l'accesso ai capitali e ridurre i costi di

Figura 1.9

Il posizionamento di ExtraMOT PRO<sup>3</sup> rispetto ai mercati obbligazionari gestiti da Borsa Italiana.



*market funding*. Nel nuovo segmento, possono essere ammessi alle negoziazioni, esclusivamente su domanda dell'emittente, obbligazioni o altri strumenti di debito emessi da società di capitali (società per azioni e società a responsabilità limitata), società cooperative, mutue assicuratrici o enti, inclusi gli enti locali o società da questi controllate ai sensi dell'articolo 2359 del Codice Civile. È, inoltre, possibile ammettere titoli di debito emessi da società estere, purchè nel rispetto dei requisiti previsti dal Regolamento di Mercato e dalle procedure di ammissione di Borsa Italiana.

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

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

ExtraMOT PRO<sup>3</sup> è aperto alle emissioni di società di capitali, cooperative, assicurazioni, enti pubblici e loro controllate; ad esse viene data la possibilità di comunicare periodicamente con gli investitori, in modo trasparente e standardizzato.

Non sono obbligatorie figure di intermediari previste in altri segmenti quali ad esempio il *listing partner*<sup>4</sup> o il *liquidity provider*.

Il costo di ammissione per ogni strumento è particolarmente contenuto: in caso di collocamento tradizionale la *fee* è pari a € 2.500 *una tantum* per strumento finanziario indipendentemente dalla durata. Se lo strumento finanziario è un titolo di debito di durata inferiore a 12 mesi, la *fee* unitaria è pari a € 2.500 fino a 5 strumenti emessi e quotati nello stesso anno solare. Dal sesto strumento emesso e quotato nel medesimo anno la *fee* diventa € 500. Nel caso invece di collocamento del *minibond* attraverso la piattaforma proprietaria di ExtraMOT PRO<sup>3</sup> (si veda quanto specificato nelle righe successive) la *fee* è pari ad una percentuale digressiva del valore del collocamento, compresa fra 0,0025% e 0,01% con un importo minimo pari a € 4.500.

<sup>4</sup> È tuttavia prevista la facoltà di incaricare un Listing Sponsor che assiste la società nelle fase di presentazione della domanda a Borsa Italiana come sotto descritto (si veda [www.borsaitaliana.it/obbligazioni/listingsponsor/listingsponsor.htm](http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/listingsponsor/listingsponsor.htm))

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

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

Un'ulteriore novità riguarda la digitalizzazione del processo di quotazione per cui si prevede che l'inoltro della domanda di ammissione possa avvenire esclusivamente utilizzando l'apposito canale informatico messo a disposizione da Borsa Italiana denominato Listing online (LOL).

L'attenzione degli investitori verso le tematiche ESG (Environmental, Social, Governance) è in continua crescita e il mercato degli investimenti sostenibili è molto attivo, dinamico e in costante sviluppo. Per questo, da marzo 2017 Borsa Italiana ha deciso di offrire agli investitori istituzionali e *retail* la possibilità di individuare le obbligazioni i cui proventi vengono destinati al finanziamento di progetti con specifici benefici o impatti di natura ambientale (*green bond*), sociale (*social bond*) ovvero entrambi (*sustainability bond*). Sui listini di Borsa Italiana è inoltre possibile quotare obbligazioni dotate di caratteristiche finanziarie e/o strutturali (ad esempio il tasso cedolare) che possono variare a seconda che l'emittente raggiunga o meno taluni obiettivi predefiniti di sostenibilità (*sustainability-linked bond*). Si tratta di strumenti in forte crescita sui mercati dei capitali e che legano sempre più le emissioni alle strategie di sostenibilità di medio lungo termine delle società emittenti. L'identificazione passa attraverso la certificazione iniziale di un soggetto terzo indipendente e la comunicazione riguardante l'utilizzo stesso dei proventi, informativa che deve essere su base annuale fino a quando non sono stati allocati tutti i proventi. Sui segmenti professionali di ExtraMOT (PRO e PRO<sup>3</sup>) ad oggi ne risultano quotati 82, collocati da 18 emittenti per un controvalore di circa € 44,6 miliardi; tra questi troviamo diverse tipologie di titoli come Green/Green Infrastructure/Social/Sustainability/Sustainability-Linked/Transition/Climate Action. A sottolineare l'importanza del tema della sostenibilità, nel gennaio 2021 Borsa Italiana ha avviato la 'Sustainable Finance Partnership' con l'obiettivo di creare una cultura e un ecosistema integrato per lo sviluppo della finanza sostenibile.

Ricordiamo nel seguito gli adempimenti richiesti specificatamente per la quotazione dei *minibond* nel segmento ExtraMOT PRO<sup>3</sup>.

## Il Documento di Ammissione

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



**Enrico Sobacchi**  
(Borsa Italiana)

*“Consapevoli delle numerose sfide che caratterizzano l'attuale contesto di mercato, anche in ottica ESG, Borsa Italiana conferma il proprio impegno nel sostenere le eccellenze imprenditoriali domestiche, rinnovando lo sforzo nel promuovere iniziative con l'ambizioso obiettivo di facilitare e semplificare l'accesso al mercato stesso e favorendo, così, la crescita sostenibile del nostro sistema”*

Italiana una bozza dell'elaborato per rendere più rapida la procedura di accettazione della richiesta di ammissione.

Il regolamento di ExtraMOT PRO prevede che il documento di ammissione contenga alcune informazioni fondamentali sui seguenti aspetti:

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

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

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

Nel caso di *green* e *social bond* l'emittente deve fornire annualmente adeguata informativa riguardante l'utilizzo dei proventi dell'emissione, fino al momento della loro completa allocazione.

### **Pubblicazione dei bilanci**

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

Deve inoltre prevedere sul proprio sito Internet una sezione dedicata agli investitori. Su tale sito la società deve pubblicare il Prospetto informativo o il Documento di ammissione, almeno entro la sera precedente l'avviso di ammissione alle negoziazioni (quindi circa due/tre giorni prima della data prevista di quotazione su ExtraMOT PRO<sup>3</sup>).

### **Listing sponsor**

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

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

*capital market e/o corporate finance.*

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

### **Attribuzione del codice ISIN**

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

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

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

### **La richiesta di ammissione**

La richiesta di ammissione viene effettuata digitalmente dall'emittente o dalla società attraverso il *tool* Listing on Line. Attraverso il *tool* verranno inviati anche la scheda ripilogativa delle caratteristiche dei titoli seguendo gli schemi dettati da Borsa Italiana, il Documento di Ammissione o il Prospetto, ovvero va indicato dove reperirlo, e il sito Internet dove verrà messa a disposizione l'informativa.

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

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

Infine, viene pubblicato l'avviso di avvenuta ammissione dei *minibond* alla negoziazione su ExtraMOT PRO<sup>3</sup>. Le prime negoziazioni partiranno di norma dal primo giorno lavorativo successivo alla data di pubblicazione dell'avviso.

### **Adempimenti post-quotazione**

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

- il bilancio annuale soggetto a revisione legale, entro sei mesi dalla fine dell'esercizio contabile;
- eventuale assegnazione di *rating* pubblico o modifiche del giudizio di *rating*;
- informazioni relative alla società che possano influenzare il valore dei *minibond* (le informazioni *'price-sensitive'*);
- modifiche delle caratteristiche dell'emissione, o della modalità di esercizio dei diritti dei sottoscrittori;
- l'informativa tecnica sui titoli, che includa le informazioni sul calcolo degli interessi, l'eventuale rimborso anticipato dei titoli, ed altre eventuali opzioni (queste informazioni devono essere consegnate anche a Borsa Italiana). In caso di rimborso anticipato, la comunicazione deve avvenire almeno tre giorni prima del rimborso;
- l'eventuale informativa ESG.

### **ExtraMOT PRO<sup>3</sup>: alcune statistiche relative al 2022**

Alla data del 31 dicembre 2022, secondo quanto diffuso da Borsa Italiana, risultavano quotati su ExtraMOT PRO<sup>3</sup> 105 titoli emessi da 80 imprese (la maggior parte delle quali dal comparto industriale), per un valore nominale complessivo di circa € 2,4 miliardi. Nel corso dell'anno si sono quotati 13 nuovi titoli mentre 49 sono stati delistati (anche

perchè arrivati alla scadenza naturale di rimborso). Si sono registrati durante l'anno 55 contratti di scambio, per un controvalore complessivo di circa € 10,4 milioni; il controvalore medio per contratto è € 189.683, in crescita rispetto al 2021.

Occorre ricordare che si tratta di un mercato aperto solo a investitori istituzionali, che il più delle volte operano con una logica *'buy-and-hold'*, come appare chiaro nel caso dei fondi chiusi di *private debt*. Nel dettaglio, i titoli più scambiati nel 2022 su ExtraMOT PRO<sup>3</sup> sono stati emessi da Davis Morgan (27 contratti su tre diversi *bond* per € 6.863.000), ETT (4 contratti per € 321.000), LimaCorporate (3 contratti per € 287.011), Ricci (10 contratti per € 89.242).

### I *minibond* in Europa nel 2022

L'Italia continua ad essere un punto di riferimento in Europa rispetto al mercato dei *minibond*. Come ogni anno, in ottica comparativa, è interessante osservare gli sviluppi del mercato anche all'estero, per verificare l'effetto dei cambiamenti avvenuti a livello macroeconomico europeo e globale.

In Regno Unito il London Stock Exchange gestisce una piattaforma di negoziazione per le obbligazioni destinate ad un pubblico *retail* (Order book for Retail Bonds, ORB). Come suggerisce il nome, si tratta però di un listino aperto anche ai piccoli risparmiatori, a differenza di ExtraMOT PRO<sup>3</sup>. I requisiti di ammissione infatti sono gli stessi applicabili al listino borsistico principale. Il taglio di investimento è però molto piccolo, anche 100 sterline, e non può essere superiore a 10.000 sterline: per questo viene spesso indicato come *benchmark* per i *minibond*. È inoltre obbligatoria la presenza di un *market maker* per assicurare liquidità al titolo.

Escludendo i titoli di Stato (*Gilt*) ivi quotati, a fine 2022 il mercato ORB vantava 53 titoli negoziati<sup>5</sup> (praticamente un terzo rispetto all'anno scorso) collocati da 48 diverse emittenti.

<sup>5</sup> Fonte: London Stock Exchange

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

Nel marzo 2022 il Ministero dell'Economia britannico ha condotto una consultazione (ricevendo per iscritto otto risposte tra consumatori, enti legali e commerciali) avente per tema la regolamentazione del mercato delle cosiddette *'non-transferable debt securities'*. In particolare, è stato segnalato come, a partire dal 2015, ci sia stato un significativo incremento di imprese che raccoglievano finanziamenti non tanto per espandere il proprio *business*, bensì per investire in progetti proposti da terze parti. Uno studio indipendente condotto dal giudice Elizabeth Gloster sull'iniziativa della FCA avviata dopo il caso di London Capital & Finance plc (collassata nel corso del 2019, impattando negativamente sui risparmi di oltre 11.600 investitori per più di 237 milioni di sterline) ha fatto emergere due punti principali: (i) rendere l'emissione di *minibond* un processo regolamentato e (ii) rendere obbligatorio, in caso di offerta pubblica di *non-transferable securities*, l'approvazione di un prospetto preventivamente approvato dalla FCA.

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

I dati raccolti e pubblicati lo scorso 25 gennaio da IR.on AG relativi al mercato obbligazionario tedesco parlano di complessivi € 589 milioni raccolti da un totale di 23 emis-

sioni provenienti da 18 PMI, segnalando numeri nettamente in calo se paragonati al 2021. Una nota positiva è invece rappresentata dal numero di *default* avvenuti nel corso dell'anno, diminuito sempre rispetto al 2021. È invece cresciuto sensibilmente il numero di *bond* che sono stati soggetti ad operazioni di restructuring.

Un altro listino regolamentato non ufficiale è l'Open Market di Francoforte, dove esiste un segmento (Scale) aperto anche alle obbligazioni che si è qualificato come SME Growth Market; il collocamento minimo è pari a € 20 milioni. A fine 2022 vi risultava però quotato solo un titolo!

Ben più sviluppato in Germania è il mercato degli *Schuldscheindarlehen*, contratti che hanno caratteristiche intermedie rispetto a obbligazioni e prestiti bancari. Si tratta di un mercato che nel 2022 ha registrato un netto recupero. Il volume totale dei prestiti di nuova emissione è stato di € 31 miliardi, con 140 operazioni registrate<sup>6</sup>, numero superato in passato solo nel 2017.

<sup>6</sup> Fonte: Institutional-money.com

In Austria la Borsa di Vienna (Wiener Börse) gestisce un listino non regolamentato (Vienna MTF, prima del 2019 identificato anche come Dritter Markt) per le obbligazioni societarie. La procedura di quotazione è semplice e snella, tanto da avere attratto numerose emittenti europee. Anche i costi di prima iscrizione (€ 500), ammissione (€ 2.000) e le spese annuali di iscrizione (€ 200 all'anno) sono estremamente contenuti. Alla data del 31/12/2022 erano trattati 384 *bond* emessi da 267 società *corporate* non finanziarie<sup>7</sup>; ben 166 di questi sono riconducibili ad aziende italiane, addirittura più delle emissioni austriache (74).

<sup>7</sup> Fonte: Wiener Börse

In Francia i mercati borsistici dedicati alle emissioni obbligazionarie delle PMI sono tre: Euronext, Euronext Growth (che nel 2019 ha ottenuto la qualifica di SME Growth Market) ed Euronext Access. Il valore nominale dell'emissione deve essere almeno pari a € 200.000 per collocamenti a investitori professionali e € 5 milioni per collocamenti al pubblico. Tutte le emittenti devono avere il bilancio certificato. Le PMI devono ottenere un *rating* da un'agenzia autorizzata da ESMA.

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

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

A fine 2022 risultavano quotati sui listini dedicati di Euronext Paris 228 obbligazioni assimilabili ai *minibond*<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Fonte: NYSE Euronext

In Spagna dal 2013 esiste un mercato non regolamentato di titoli di debito dedicato alle PMI, il Mercado Alternativo de Renta Fija (Marf), gestito dalla società Bolsa y Mercados Españoles.

Nel Marf sono quotate sia cambiali finanziarie che obbligazioni. Le obbligazioni sono destinate solo a investitori professionali, hanno taglio minimo pari a € 100.000 e possono essere emesse da società per azioni e società a responsabilità limitata.

Le imprese emittenti, per essere ammesse alla quotazione sul Marf, devono soddisfare dei requisiti: essere iscritte al registro delle imprese, fornire lo statuto societario e la delibera dell'emissione, pubblicare gli ultimi due bilanci annuali certificati e l'informativa sul rischio oppure sulla solvibilità fornite da agenzie autorizzate. In seguito alla quotazione l'emittente deve impegnarsi a pubblicare le informazioni *price sensitive*.

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

Al 31/12/2022 erano quotate sul Marf 39 obbligazioni e 325 cambiali finanziarie<sup>9</sup> ma molti di questi titoli sono emessi dalle stesse imprese nell'ambito di programmi continuativi. In Norvegia, esiste il Nordic ABM (gruppo Euronext), dedicato alla quotazione e allo scambio di obbligazioni e *commercial paper* fino a 12 mesi di durata (equivalenti alle cambiali finanziarie italiane). Il listino è suddiviso in due segmenti (uno aperto solo a in-

<sup>9</sup> Fonte: Bolsas y Mercados Españoles

investitori istituzionali, l'altro accessibile anche a investitori *retail*) in funzione del valore nominale del singolo titolo (rispettivamente superiore o inferiore a 500.000 corone norvegesi, circa € 55.000). Il taglio dell'emissione deve essere superiore a 2 milioni di corone norvegesi, ovvero circa € 220.000. La procedura di ammissione è molto simile a quella di ExtraMOT PRO<sup>3</sup>. A fine 2022 risultavano quotati sul Nordic ABM 1.397 *minibond*<sup>10</sup>, in leggero calo rispetto al 2021.

<sup>10</sup> Fonte: Oslo Bors

La Polonia è un altro Paese dove i *minibond* stanno avendo un certo successo. Esiste un segmento specifico non regolamentato del mercato obbligazionario Catalyst, attivo su piattaforma proprietaria della Borsa di Varsavia (WSE). Il controvalore minimo dell'emissione è pari a 1 milione di złoty (circa € 200.000). A fine 2022 risultavano quotati 219 titoli<sup>11</sup> collocati da 77 aziende private. Altri Paesi dell'Est dove stanno aprendo listini specifici per le obbligazioni delle PMI, qualificati da poco come SME Growth Market sono la Bulgaria (con il mercato BEAM, che per ora tratta solo azioni) e Croazia e Slovenia, che hanno ideato congiuntamente il listino Progress (dove al momento è quotata solo una obbligazione, come l'anno scorso).

<sup>11</sup> Fonte: Warsaw Stock Exchange

A Malta dal 2016 esiste un listino non regolamentato specifico per la quotazione di azioni e obbligazioni di PMI, chiamato Prospects, dove a fine 2022 erano quotati 21 *minibond*<sup>12</sup>. Fuori Europa, in Australia a fine 2021 lo 'Standing Committee on Tax and Revenue' ha pubblicato un report ("The Development of the Australian Corporate Bond Market: A Way Forward") contenente varie raccomandazioni circa l'implementazione di una serie di modifiche alla regolamentazione vigente per revitalizzare il mercato dei *corporate bond*. Il primo tema rilevante è indubbiamente l'introduzione di regole sulla 'disclosure', per aumentare il livello di consapevolezza degli investitori (fornendo maggiori informazioni a questi ultimi) anche riguardo ai potenziali vantaggi offerti dallo strumento finanziario. Una seconda proposta riguarda l'abbassamento della soglia di investimento minimo per i *corporate bond* a 1.000 dollari australiani. I suggerimenti includono poi altri temi, come la possibilità di introdurre risparmi fiscali sulla tassazione dello strumento stesso; si propone poi di ridurre le barriere all'ingresso per le PMI, rappresentate dalle spese sostenute per ottenere un *rating* da agenzie autorizzate; infine si parla di rimuovere le barriere che inibiscono l'investimento dei 'superannuation' (fondi pensionistici australiani) in *corporate bond*.

<sup>12</sup> Fonte: Borza Malta



## 2. Le imprese emittenti

In questo Capitolo la ricerca si occupa di analizzare le imprese che nel corso del 2021 hanno collocato sul mercato *minibond*, secondo la nostra definizione metodologica. L'obiettivo è quello di identificare le loro caratteristiche e analizzare eventuali *trend* significativi rispetto al passato. Attraverso l'analisi dei bilanci andiamo poi a osservare la *performance* operativa dopo l'emissione. Inoltre quest'anno pubblichiamo un'analisi inedita sulle emittenti degli anni passati per vedere come gli investimenti e il numero di occupati si sono modificati dopo la raccolta di capitale.

### Il campione aggiornato fino al 2022: statistiche descrittive

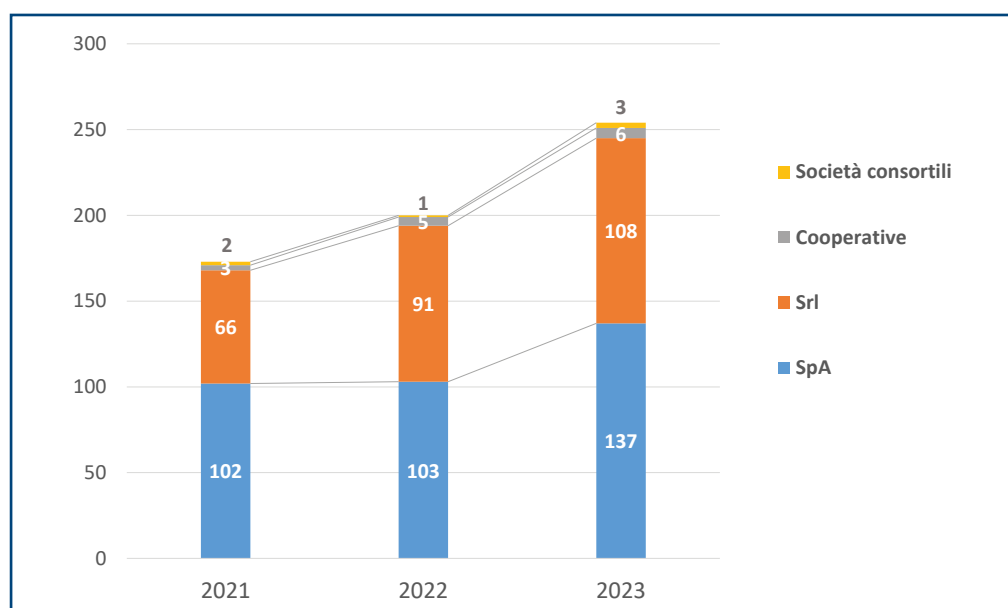
Seguendo la definizione metodologica introdotta nel Capitolo 1 (si veda a pagina 7), nel corso del 2022 risultavano aver collocato *minibond* sul mercato italiano 254 imprese. L'elenco è riportato in Appendice al Report, ed è riferito alle singole emissioni (che risultano essere 268). La differenza fra questi due numeri è legata al fatto che alcune imprese del campione hanno collocato più *minibond*. Nel 2021, invece, le imprese emittenti censite utilizzando gli stessi criteri<sup>1</sup> erano risultate 200; si registra quindi un buon aumento (+54 casi).

Il campione del 2022, come si vede dalla Figura 2.1, è composto da:

- 137 società per azioni SpA (pari al 53,9% del totale, percentuale leggermente superiore a quella del 2021);
- 108 società a responsabilità limitata Srl (42,5% del totale) in aumento in valore assoluto ma in lieve calo in termini relativi;
- 6 società cooperative (pari al 2,4%), una in più rispetto al 2021;
- 3 società consortili (pari all'1,2%), due in più rispetto al 2021.

Le imprese che per la prima volta hanno collocato *minibond* nel 2022 (che si sommano a quelle che avevano collocato titoli anche in passato) risultano essere 190 contro le 165 del 2021; si tratta di un nuovo *record* nell'industria italiana, come evidenzia la Figura 2.2.

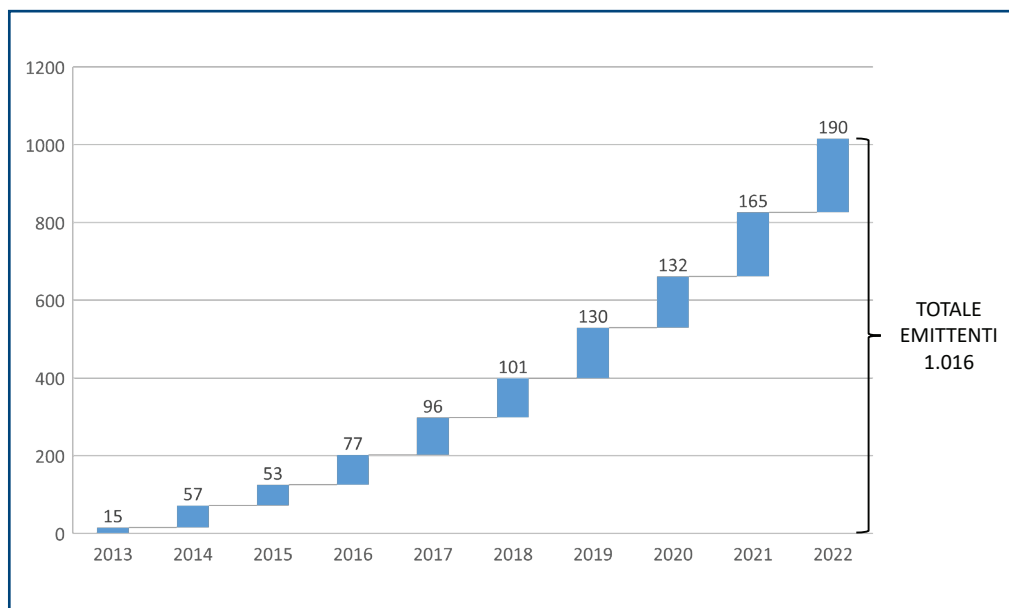
<sup>1</sup> Il conteggio non comprende le 131 società che nel 2021 hanno emesso *minibond* nell'ambito della misura temporanea Patrimonio PMI di Invitalia.



**Figura 2.1**  
Segmentazione delle emittenti di *minibond* sotto € 50 milioni per tipologia di impresa: evoluzione dal 2020 al 2022

**Figura 2.2**

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



Il 2022 è stato quindi un anno di ulteriore ‘diffusione’ della conoscenza dei *minibond* fra le imprese. Come vedremo nelle prossime pagine, un ruolo chiave è stato svolto dalle operazioni di *basket bond*.

Le emittenti del 2022 sono in maggioranza PMI (secondo la definizione adottata a livello europeo<sup>2</sup>). In particolare 178 su 254 rispettano i requisiti dimensionali; la percentuale è pari al 70,1%, più alta rispetto al 2021 (era 66,5%).

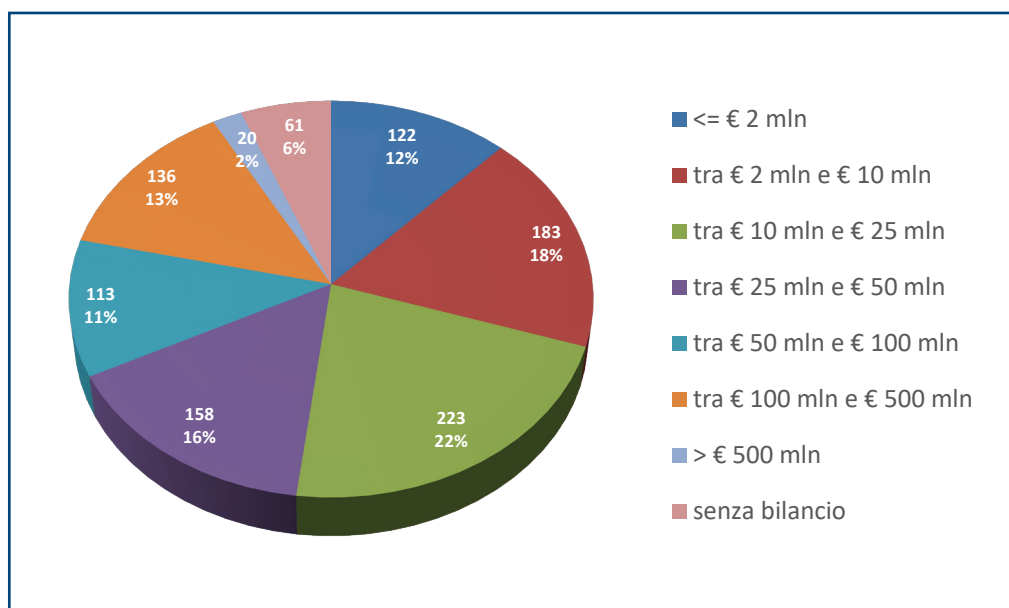
Le imprese emittenti analizzate dal nostro Osservatorio, che dal 2013 al 2022 hanno collocato *minibond* sotto € 50 milioni, formano un campione di 1.016 società. Di queste, il 62,9% sono Società per Azioni, il 34,6% sono Società a responsabilità limitata, il 2,0% sono Società cooperative, lo 0,4% sono società consortili, lo 0,1% sono veicoli esteri di stabili organizzazioni in Italia. Le PMI in totale sono 663, ovvero il 65,3%.

La Figura 2.3 segmenta il campione totale in funzione del fatturato consolidato nell’ultimo bilancio disponibile prima dell’emissione. Si noti che la classe più numerosa è quella fra € 10 e € 25 milioni (223 osservazioni, pari al 21,9% del totale) seguita dal gruppo fra € 2 e € 10 milioni (183 casi, pari al 18,0%). Per 61 aziende al momento dell’emissione non era stato ancora depositato alcun bilancio; si tratta quasi sempre di società formalmente di nuova costituzione ma risultanti da scissioni o ristrutturazioni di *business* esistenti.

Come evidenzia la Figura 2.4, nel 2022 si è visto un buon aumento delle emittenti che presentavano un fatturato di conto economico da € 10 milioni fino a € 50 milioni mentre

**Figura 2.3**

Segmentazione delle imprese emittenti dal 2013 al 2022 per classe di fatturato consolidato. Campione: 1.016 imprese



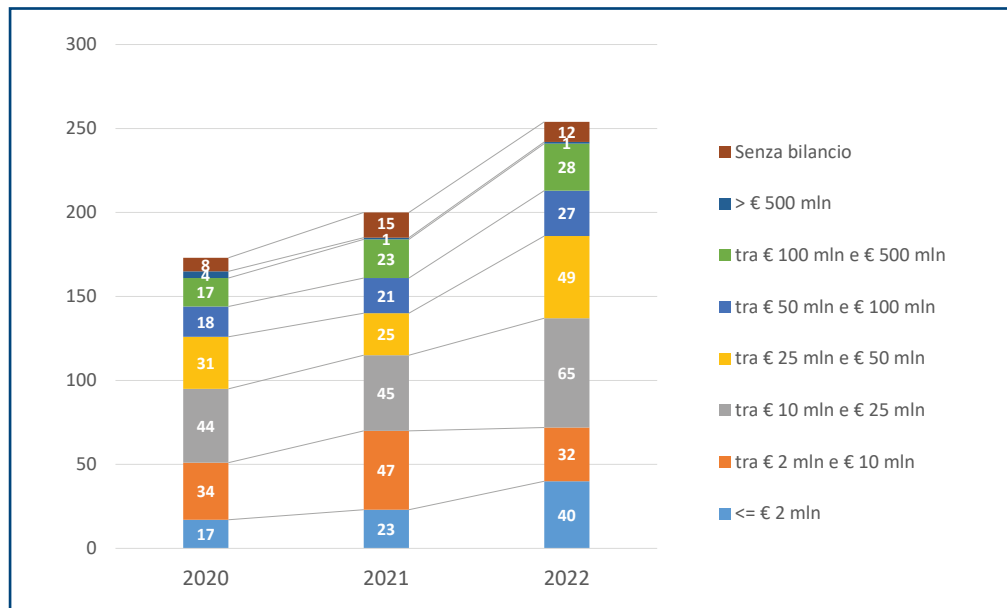


Figura 2.4

Segmentazione delle imprese emittenti per classe di fatturato consolidato: evoluzione dal 2020 al 2022

sono tornate ai livelli del 2020 quelle con ricavi fra € 2 milioni e € 10 milioni. Crescono anche le emittenti con giro d'affari annuale da € 50 a € 500 milioni. Sembra quindi che nel 2022 il mercato abbia preferito le imprese più consolidate e mature rispetto all'anno precedente.

La Figura 2.5 suddivide il campione complessivo, considerando se il capitale di rischio dell'emittente è quotato in Borsa. Come si nota, abbiamo 60 imprese (il 5,9% del campione) che al momento dell'emissione di *minibond* erano già presenti sul mercato borsistico con azioni quotate. In particolare 35 di esse erano quotate sul listino principale Euronext Milan di Borsa Italiana (di cui 8 sul segmento STAR e 1 sul segmento MIV degli *investment vehicles*), 23 erano quotate su Euronext Growth Milan (già AIM Italia), lo SME Growth Market non regolamentato per le imprese a più bassa capitalizzazione (come le PMI) e 2 su un listino estero.

Si conferma che la distribuzione per classe di fatturato è abbastanza diffusa, a provare il fatto che anche le imprese più piccole possono accedere al listino azionario; ben 14 emittenti di *minibond* che avevano un fatturato all'emissione compreso fra € 2 milioni e € 10 milioni risultavano quotate in Borsa.

Nel 2022 abbiamo individuato 19 imprese quotate in Borsa sui listini azionari fra le 254 emittenti di *minibond* sotto € 50 milioni (il 7,5%); 14 di queste appartengono ad Euronext Growth Milan.

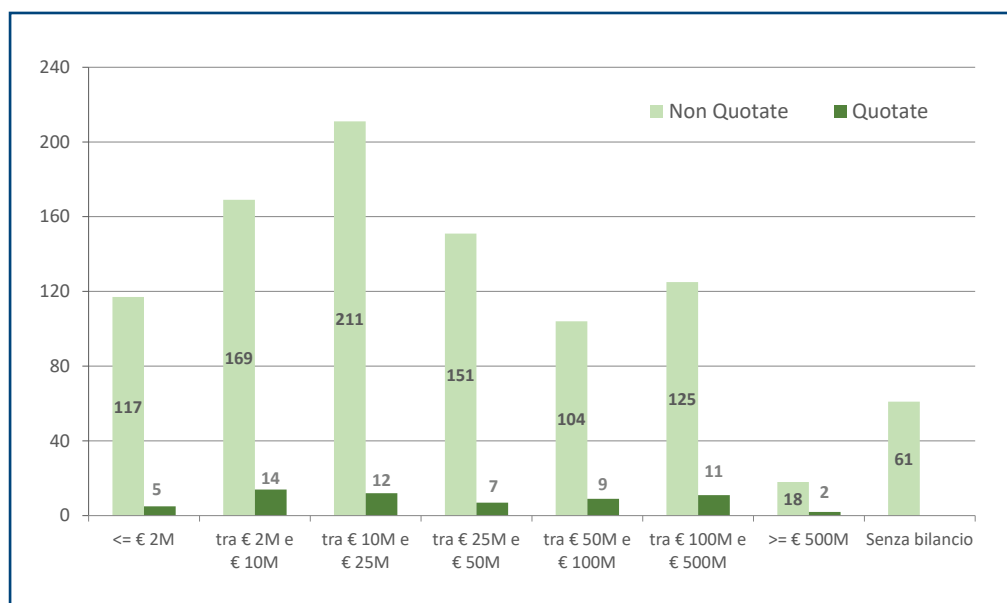
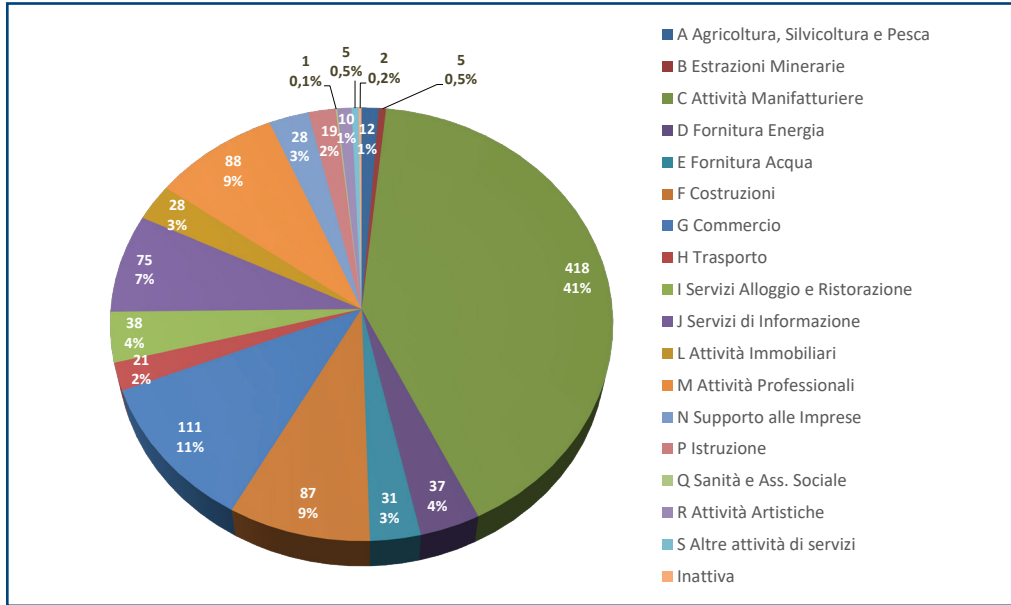


Figura 2.5

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

**Figura 2.6**

Segmentazione delle imprese emittenti dal 2013 al 2022 per tipologia di attività, secondo la classificazione ATECO. Campione: 1.016 imprese



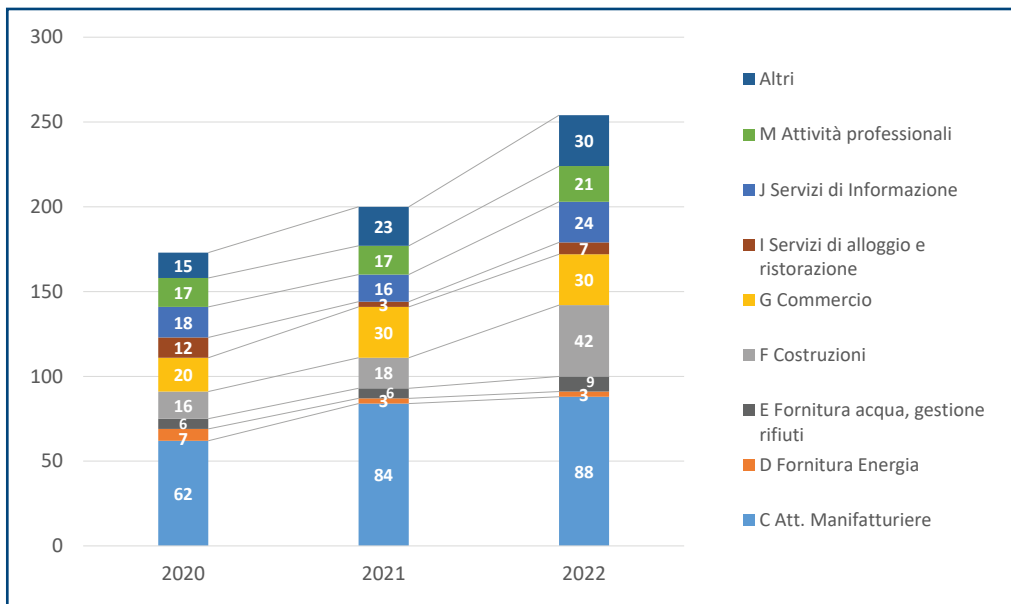
La Figura 2.6 ci dà informazioni sul settore di appartenenza delle imprese emittenti, identificato dal codice di attività ATECO; ricordiamo che escludiamo dal computo le società finanziarie (codice K). Si nota come il settore più rappresentato sia sempre quello delle attività manifatturiere (codice C) con 418 casi pari al 41,1% del campione, seguito dai gruppi ‘Commercio’ (codice G) con 111 emittenti (10,9%), ‘Attività professionali’ (codice M con 88 osservazioni, 8,7%, giusto una più del settore ‘Costruzioni’, codice F). Le imprese inattive sono emittenti recenti di nuova costituzione ancora senza codice ATECO.

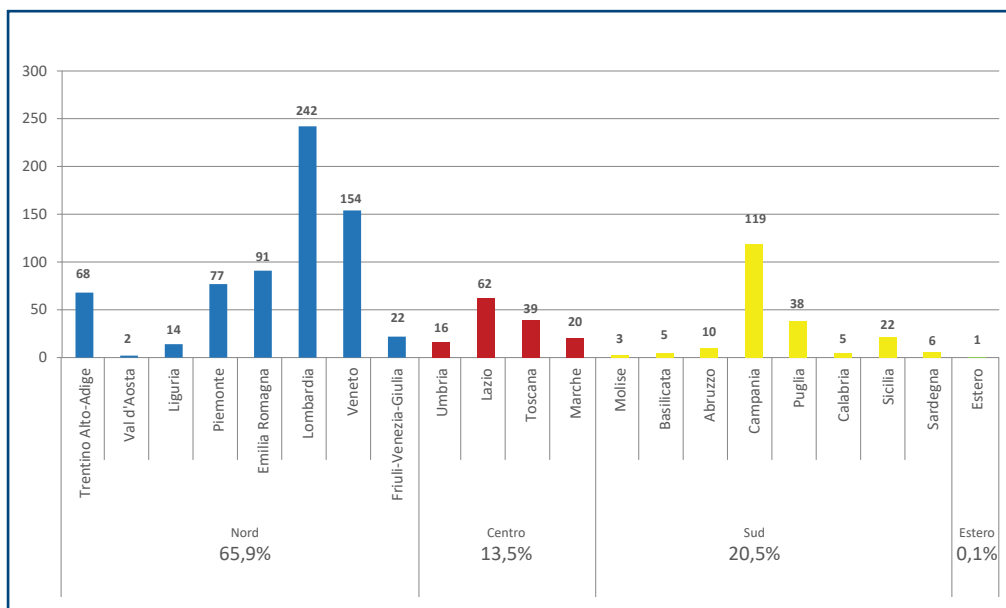
La Figura 2.7 evidenzia i cambiamenti avvenuti dal 2020 al 2022 sempre per il settore di *business*. Tutti i comparti guadagnano emittenti, con un balzo nel settore delle costruzioni (legato ad alcune operazioni che hanno focalizzato sul tema delle ristrutturazioni edilizie e del Superbonus) che passa da 18 emittenti nel 2021 a 42 nel 2022. Rimangono invece stazionari il settore del commercio e quello della fornitura di energia.

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

**Figura 2.7**

Segmentazione delle imprese emittenti per settore di attività: evoluzione dal 2020 al 2022





**Figura 2.8**  
Segmentazione delle emittenti di *minibond* per localizzazione geografica. Campione: 1.016 imprese



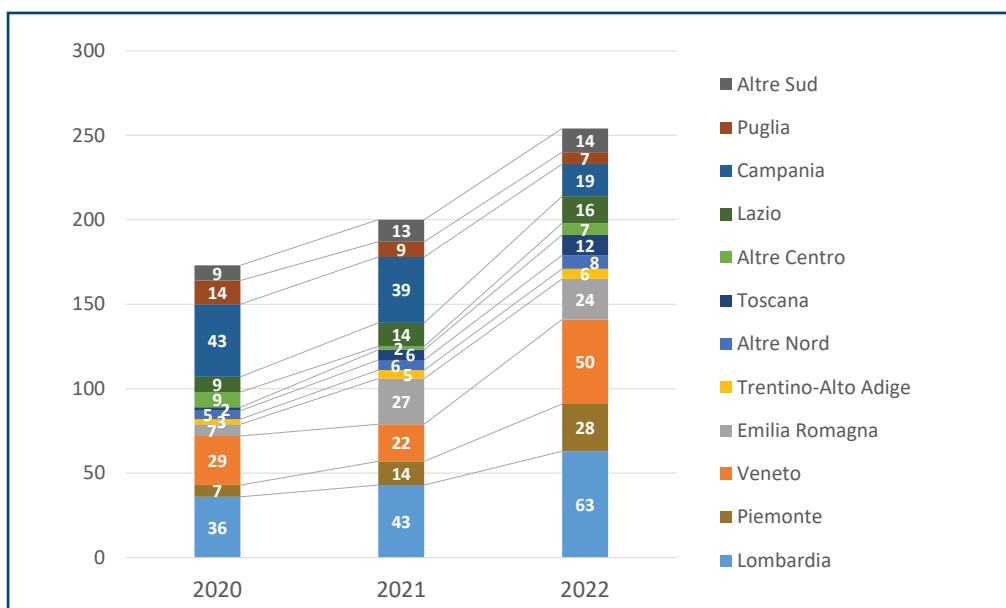
**Francesco Clarizio**  
(A.M.U. Investments SIM)

*“Sulla strada evolutiva del mercato finanziario, magari quotato, provenendo quasi esclusivamente da quello rigido ed opaco del credito bancario, le PMI italiane, particolarmente del Mezzogiorno, hanno una occasione importante per trovare risorse e sostenitori, entrambi fondamentali per crescere, e per farsi conoscere, diventando così in breve tempo più efficienti e competitive. Fuori da queste circostanze la distanza che esiste tra PMI e media impresa sarebbe più difficile da colmare”*

Passando ora a esaminare la localizzazione geografica delle emittenti, si conferma dall'avvio dell'industria la preponderanza delle regioni del Nord con il 65,9% del mercato (si veda la Figura 2.8).

In Lombardia sono localizzate 242 società emittenti (il 23,8% dell'intero campione). Si conferma al secondo posto il Veneto con 154 imprese (pari al 15,2%) e al terzo posto la Campania con 119 imprese (11,7%). Nelle regioni del Centro emerge sempre il Lazio (con 62 imprese, ovvero il 6,1%); la percentuale che detiene l'area a livello nazionale è il 13,5%. Nel Sud (20,5% totale) oltre alla Campania si segnala la Puglia (38 casi, 3,7%). Sempre rispetto alla distribuzione regionale, le emittenti classificate come grandi imprese sono quasi tutte al Nord (259) o al Centro (48) mentre solo 42 grandi imprese vengono dal Sud). Limitando le statistiche alle sole PMI, la Lombardia è sempre in testa alla classifica con 156 imprese, seguita al secondo posto dal Veneto (95) che torna sopra la Campania (94).

Come si vede dalla Figura 2.9, nel 2022 la Lombardia conferma il primo posto con 63 emittenti, ma 'decolla' il Veneto dove vediamo un numero più che doppio di imprese rispetto al 2021 (50). Raddoppiano anche le imprese dal Piemonte (28, ben quattro volte quelle del 2020). Anche in Toscana la statistica raddoppia nel 2022 (12 aziende) mentre il Sud perde terreno, dal momento che gli anni precedenti erano stati decisamente condizionati dai Basket Bond regionali in Campania e Puglia.



**Figura 2.9**  
Localizzazione geografica delle imprese emittenti: evoluzione dal 2020 al 2022



**Giovanni Frisone**  
(Cassa Depositi e  
Prestiti)

“Il ruolo di CDP nel mercato dei Basket Bond è quello di favorire l’apertura al mercato dei capitali delle imprese italiane attraverso strumenti di finanza alternativa. Grazie alla garanzia della Banca Europea per gli Investimenti, attivata per la prima volta in Europa su questi strumenti, abbiamo registrato un’importante crescita nel 2022 con numeri record in termini di volumi mobilitati e imprese servite”

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

Una delle criticità legate ai *minibond* emessi dalle PMI è la difficoltà nell’attrarre alcune tipologie di investitori professionali, in particolare stranieri, che tipicamente considerano *ticket* minimi di investimento sopra una certa soglia. La taglia di emissione di un *minibond* - come si vedrà nel Capitolo 3 - può invece essere anche molto piccola. Per rispondere a questo problema, è possibile ricorrere a emissioni di sistema che coinvolgono più emittenti, ottenendo uno schema noto con il nome di ‘*basket bond*’.

In realtà, nell’ambito dei *basket bond* osserviamo modelli diversi fra loro. In alcuni casi, le imprese si accordano per organizzare delle emissioni ‘sincronizzate’ rispetto alle scadenze, le quali vengono sottoscritte interamente da un veicolo di cartolarizzazione creato appositamente, che si finanzia a sua volta sul mercato con un’emissione di *asset backed securities* (ABSs) che hanno come sottostante i singoli *minibond*. Gli investitori finali, quindi, acquistano titoli cartolarizzati rappresentativi di un ‘paniere’ diversificato, riuscendo a raggiungere una massa critica consistente. È anche possibile creare più *tranche* di ABSs, *junior* e *senior*, che possono essere sottoscritte da investitori differenti, chiaramente con profili di rischio e rendimento diversi. A rendere questi programmi maggiormente appetibili sul mercato c’è la possibile concessione di garanzie a copertura dei finanziamenti.

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

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

La prima esperienza di finanziamento di un *pool* di aziende con i *minibond* è avvenuta nel 2014 con l’operazione Viveracqua Hydrobond, ideata da Banca Finint che ha agito in qualità di *arranger*, che ha coinvolto alcune emittenti del settore idrico integrato in Veneto. L’importo della prima *tranche* è stato di € 150 milioni; nel 2016 una seconda *tranche* ha raccolto altri € 77 milioni, nel 2020 la terza edizione ha aggiunto altri € 248 milioni e nel 2022 la quarta edizione ha raccolto ulteriori € 148,5 milioni. In totale le aziende coinvolte sono state 13.

Negli anni scorsi abbiamo evidenziato ELITE Basket Bond (2017), un’operazione da € 122 milioni finalizzata a supportare la crescita delle società coinvolte nel programma ELITE con *arranger* e collocatore Banca Finint. In seguito, a inizio 2019 è stato lanciato da Banca Finint, Cassa Depositi e Prestiti (investitore principale) e altri *partner* l’Export Basket Bond Programme, un’operazione da € 500 milioni per supportare la crescita e l’internazionalizzazione delle imprese italiane, che beneficia della garanzia di SACE. Nel 2020 è stata la volta dei progetti regionali Garanzia Campania Bond e Basket Bond Puglia.

In Campania, il programma Garanzia Campania Bond ha raggiunto 65 emittenti con un volume di risorse mobilitate pari a € 144,1 milioni. La finanziaria regionale Sviluppo Campania è intervenuta offrendo una garanzia fino al 25% sulla prima perdita del portafoglio. Tutte le emissioni sono state sottoscritte egualmente da Cassa Depositi e Prestiti e da Mediocredito Centrale-Banca del Mezzogiorno (MCC). A fine 2022 è partito il nuovo programma per la seconda edizione, con l’invito alle imprese per candidarsi. Le risorse a disposizione ammontano a € 148 milioni. Come nella prima edizione, l’RTI costituito da MCC e Banca Finint ricoprirà il ruolo di *arranger* dell’operazione.

Il programma Basket Bond Puglia nel 2022 ha raggiunto 27 emittenti, con un volume di risorse mobilitate pari a € 111 milioni. In particolare negli ultimi 12 mesi si sono aggiunte 6 PMI per un capitale investito di € 24 milioni. Gli investitori sono Cassa Depositi e Prestiti, Mediocredito Centrale-Banca del Mezzogiorno e Unicredit, con quest’ultima banca che svolge anche il ruolo di *arranger*.

ELITE Intesa Sanpaolo Basket Bond è un programma lanciato a fine 2019 che ha raccolto € 160 milioni per 21 PMI italiane. In questo caso i titoli sono stati sottoscritti diretta-

mente dal gruppo bancario, per essere poi eventualmente oggetto di cartolarizzazione successiva.

ELITE Basket Bond Lombardia è invece promosso da ELITE, Finlombarda e Banca Finint, quest'ultima nel ruolo di *arranger* e collocatore; fino ad oggi le imprese finanziate sono state 4 con una raccolta di € 37 milioni.

Nel 2021 Unicredit e SACE hanno lanciato il Bond Food Mezzogiorno, 'iniziativa finalizzata a incentivare gli investimenti di medio-lungo termine delle aziende che vogliono migliorare le prestazioni di sostenibilità del proprio *business* oltre che a sostenere i piani di sviluppo sui mercati internazionali. Il progetto ha aggregato 17 imprese con una raccolta di € 65,8 milioni.

Nel corso dell'ultimo anno sono stati registrati nuovi programmi di emissioni 'congiunte' nonché estensioni di programmi precedenti. La Tabella 2.1 riassume la situazione del mercato, con risorse mobilitate nel corso del tempo per quasi € 2 miliardi; si evidenzia il ruolo di *anchor investor* di Cassa Depositi e Prestiti (CDP).

Progetto	Contesto	Investitori principali	Emittenti totali	Controvalore emissioni
Viveracqua Hydrobond (4 emissioni)	Ciclo idrico integrato nel Veneto	BEI, CDP, Kommunalcredit Austria	13	€ 623,5 milioni
Garanzia Campania Bond	PMI in Campania	CDP, MCC	65	€ 144,1 milioni
Basket Bond Puglia	PMI in Puglia	CDP, MCC, Unicredit	27	€ 111 milioni
Export Basket Bond Programme	Società coinvolte nel progetto ELITE	CDP, MCC	11	€ 62 milioni
ELITE Basket Bond	Società coinvolte nel progetto ELITE	BEI, CDP	10	€ 122 milioni
ELITE - Intesa Sanpaolo Basket Bond	PMI	Intesa Sanpaolo	21	€ 160 milioni
ELITE Basket Bond Lombardia	Società lombarde coinvolte nel progetto ELITE	CDP, Finlombarda	4	€ 37 milioni
Basket Bond di filiera	Settore vitivinicolo	CDP, Unicredit	8	€ 40 milioni
Basket Bond di filiera	Settore cultura	CDP, Unicredit	4	€ 27 milioni
Basket Bond Sella	Società ad alto potenziale di crescita	CDP, MCC, Banca Sella	5	€ 50 milioni
Basket Bond Euronext Growth	Società quotate su Euronext Growth Milan	CDP, MCC, Banca Finnat	7	€ 33 milioni
Basket Bond BPER	PMI e Mid-cap	CDP, BPER Banca	15	€ 112 milioni
Basket Bond Italia	PMI e Mid-cap	CDP, MCC	22	€ 97,3 milioni
Basket Bond CAI	PMI e Mid-cap	CDP, MCC, Crédit Agricole	6	€ 37 milioni
Basket Bond ESG	Imprese con piani di sviluppo sostenibile	CDP, Unicredit	8	€ 48 milioni
Basket Bond Energia Sostenibile	PMI e Mid-cap della filiera dell'energia	Illimity Bank	5	€ 24 milioni
Bond Food Mezzogiorno	Imprese del Sud del settore agroalimentare	Unicredit	17	€ 65,8 milioni
Property Improvements Bonds 1 e 2	Efficientamento energetico del patrimonio immobiliare	IMI Intesa Sanpaolo	24	€ 126,7 milioni
Pluribond Turismo Veneto Spiagge	Operatori balneari veneti	Tramite il portale Fundera	11	€ 6,89 milioni
Pluribond Sviluppo Artigiano	PMI iscritte al Consorzio Fidi Sviluppo Artigiano	Tramite il portale Fundera	8	€ 3 milioni

**Tabella 2.1**

Le principali operazioni di sistema sui *minibond* in Italia. Dati al 1/3/2023

Passiamo ora ai nuovi progetti avviati nel 2022. Grazie alla Garanzia FEG, gestita dal Gruppo Banca Europea per gli Investimenti (Gruppo BEI), parte integrante del pacchetto di misure di risposta al Covid approvato dalla UE nel 2020 e dedicato a contrastare

## Box 2.1

## Il progetto di ELITE e i minibond



Marta Testi  
(ELITE)

“Il format dei basket bond ha avuto un grosso successo in Italia e stiamo pensando di esportarlo in altri Paesi esteri”

ELITE, lanciato da Borsa Italiana nel 2012 e oggi parte del Gruppo Euronext, è l'ecosistema che aiuta le piccole e medie imprese a crescere e ad accedere ai mercati dei capitali privati e pubblici. La missione di ELITE è supportare le aziende nella crescita sostenibile di lungo periodo, accelerando il processo di accesso a capitali, competenze e *networking*.

Con riferimento alle attività di raccolta, il 37% delle aziende ELITE ha portato a termine almeno un'operazione di finanza straordinaria. Nel dettaglio: 55 aziende si sono quotate (10 italiane nel corso del 2021, 5 nel 2022) raccogliendo oltre € 3 miliardi, 119 società hanno raccolto € 2,8 miliardi attraverso 187 emissioni di debito *corporate*, oltre 300 aziende hanno concluso almeno un'operazione di M&A, 90 aziende sono state coinvolte in un'operazione di *private equity* o *venture capital*.

In particolare, ELITE attraverso i Basket Bond che disegna e promuove affiancando controparti istituzionali e operatori di mercato, mette a disposizione del *network* una soluzione di carattere sistemico che, sulla base dei volumi e del merito di credito, consente ad investitori istituzionali di veicolare liquidità verso l'economia reale contribuendo concretamente allo sviluppo del tessuto imprenditoriale del paese. Ad oggi, attraverso iniziative promosse da ELITE, oltre 230 aziende hanno raccolto circa € 700 milioni attraverso vari programmi di Basket Bond\*.

Nel corso del 2022 ELITE ha supportato, fra gli altri, il Basket Bond Italia che con una raccolta di € 100 milioni a favore di 22 PMI e Mid-Cap risulta il più alto tra i programmi di *basket bond* realizzati nel 2022 a livello nazionale per numero di emittenti. Il progetto ha ottenuto il supporto del Fondo Europeo di Garanzia (FEG) gestito dalla Banca Europea per gli Investimenti, parte integrante del pacchetto di misure di risposta al Covid approvato dalla UE nel 2020 e dedicato a contrastare le difficoltà economiche e i rallentamenti produttivi causati dalla pandemia.

Sempre nel corso dell'anno, ELITE ha lanciato il programma Basket Bond - Energia Sostenibile, realizzato insieme a Eni e Illimity Bank, uno strumento finanziario ideato per supportare la crescita e lo sviluppo sostenibile della *supply chain*.

ELITE - nell'ambito del suo ruolo istituzionale - continua a sostenere e supportare il sistema finanziario attraverso un processo di miglioramento e semplificazione delle nuove forme di garanzie a livello regionale, nazionale e sovranazionale, che si possano incrociare con le esigenze delle aziende al fine di accorciare i tempi e i costi di emissione, sia in Italia che nei diversi paesi in cui il Gruppo Euronext opera.

le difficoltà economiche e i rallentamenti produttivi causati dalla pandemia, CDP ha lanciato 4 programmi per un totale di € 600 milioni: Basket Bond BPER (con un *plafond* di € 250 milioni), Basket Bond Italia (€ 150 milioni. in collaborazione con MCC, Banca Finint, Confindustria Veneto Est ed ELITE), Basket Bond CAI (€ 100 milioni con MCC e il gruppo Crédit Agricole), Basket Bond ESG con Unicredit (programma da € 100 milioni per sostenere imprese che presentano progetti di investimento in linea con i principi ESG).

Accanto a questi nuovi programmi nel 2022 sono proseguite le emissioni dei programmi già avviati: il programma Basket Bond di filiera con Unicredit da € 200 milioni a favore di imprese attive nel settore vinicolo e cinematografico, il Basket Bond Euronext Growth con Banca Finnat per finanziare imprese quotate sul segmento Euronext Growth Milan di Borsa Italiana, il Basket Bond con Banca Sella da € 100 milioni.

Nel corso del 2023 saranno lanciate ulteriori iniziative a carattere regionale, in continuità con quanto già operato a livello regionale con i Basket Bond di Campania e Puglia, nonché nuovi programmi a mercato destinati a supportare i programmi di crescita di PMI e Midcap, in particolare in ambito ESG.

Vogliamo poi citare l'iniziativa del Basket Bond Energia Sostenibile lanciata da Eni in collaborazione con ELITE e Illimity, un progetto di *supply chain finance* che intende supportare le aziende, soprattutto PMI, fornitrici del gruppo Eni. L'obiettivo è accompagnare e sostenere l'emissione di *minibond* per finanziare progetti volti al miglioramento dei parametri ESG di sostenibilità e al conseguimento degli Strategic Development Goals (SDGs). Nel 2022 si sono registrate le prime 2 emissioni per € 17 milioni.

Citiamo poi il progetto VITA Superbonus ideato da LBO France con l'emissione di due *tranche* dei Property Improvement Bonds, *minibond* emessi da PMI italiane e destinati a finanziare interventi di efficientamento energetico del patrimonio immobiliare.



L'iniziativa ha interessato 24 imprese con € 126,7 milioni raccolti.

Non dimentichiamo le operazioni che, senza necessariamente passare attraverso la cartolarizzazione, hanno coinvolto piccole emittenti appartenenti a *cluster* locali o di filiera. Frigiolini & Partners Merchant ha lanciato una serie di 'Pluribond' fra cui 'Turismo Veneto Spiagge' (11 emittenti) e 'Sviluppo Artigiano' (8 emittenti). Nel 2023 sono stati pianificati nuovi progetti 'Pluribond', che saranno svolti in collaborazione con Artigiancredito in Toscana ed Emilia-Romagna e con Unifidi Imprese Sicilia sul territorio siciliano. Nel corso del 2022 è proseguita l'attività sul Pluribond con Cassa di Risparmio di Asti. È inoltre in fase di *test* il *format* del *minibond* 'Bonus 110%' realizzato da Frigiolini & Partners Merchant e Fundera insieme a Banca di Cherasco, BDO ed Orrick, finalizzato allo smaltimento dei crediti maturati a fronte dello sconto-fatture sulle opere edili. L'operazione riunisce una molteplicità di conferitori dei crediti fiscali e pagherà interessi e capitale non in denaro ma appunto in crediti fiscali.

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

## I costi del collocamento

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

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

Ricordiamo l'elenco delle diverse voci di costo, nell'ipotesi del collocamento presso investitori istituzionali<sup>3</sup>:

- eventuali atti notarili (ad esempio la modifica dello Statuto per le Srl se non prevede la possibilità di emettere titoli mobiliari di debito) e registrazioni di contratti;
- richiesta del codice ISIN a Banca d'Italia (servizio gratuito), in caso di dematerializzazione dei titoli;
- accentramento dei titoli presso un ente autorizzato (ad esempio Monte Titoli); questa operazione comporta un costo iniziale intorno a € 2.000 e un costo a regime annuale di circa € 1.500 (tale costo è ridotto del 50% per gli emittenti di titoli quotati su ExtraMOT PRO<sup>3</sup>); i costi di adesione alla piattaforma di gestione accentrata di Monte Titoli sono consultabili sul sito *web* nella sezione 'Servizi agli Emittenti'; il supporto di una banca agente e di una banca pagatrice in questi casi può essere indispensabile (si veda la sezione dedicata a pagina 58);
- ottenimento di un codice BIC non trasmissivo a Swift (servizio gratuito);
- certificazione del bilancio: per una PMI il costo annuale indicativo va da € 5.000 a € 15.000 in funzione del fatturato;
- consulenza eventuale di un *advisor* finanziario all'emissione (indicativamente il costo richiesto è fra lo 0,5% e il 2% del capitale collocato);
- nomina eventuale di un *arranger* (che può anche coincidere con l'*advisor*) per l'individuazione degli investitori che sottoscriveranno i *minibond* (indicativamente il costo *una tantum* è fra 0,5% e 1,5% del capitale collocato ma possono arrivare fino al 2,5% qualora non sia presente un *advisor*);
- coinvolgimento di uno studio legale per la redazione e/o verifica dei documenti; in tal caso il costo può essere abbastanza variabile e per le operazioni di importo medio-basso si trova un costo compreso fra € 12.000 e € 22.000;

<sup>3</sup> I costi indicati di seguito esprimono semplicemente un riferimento raccolto da operatori sul mercato, relativo ad emissioni sotto € 50 milioni; naturalmente essi possono variare da caso a caso

- eventuale quotazione su un listino borsistico (ad esempio per ExtraMOT PRO<sup>3</sup> si vedano i corrispettivi richiesti da Borsa Italiana esplicitati nel Capitolo 1);
- gestione del sito Internet con una eventuale sezione ‘Investor relations’ e in generale dell’informativa richiesta dall’investitore e/o dal listino borsistico;
- emissione eventuale del *rating*: per il primo anno l’importo indicativo è fra € 5.000 e € 15.000 per una PMI (possono anche raddoppiare per una società di maggiore dimensione); per gli anni successivi il costo si riduce di circa il 40%.

## L’analisi dei bilanci

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

Come nei Report precedenti, per valutare l’impatto potenziale dell’emissione dei *minibond* sull’equilibrio finanziario dell’impresa nonché la sostenibilità futura (in relazione alla remunerazione del capitale), per le emittenti che avevano un bilancio depositato relativo all’anno dell’emissione (redatto in schema ordinario e non semplificato, così da poter distinguere i debiti finanziari da quelli commerciali) è stato rapportato il valore dell’emissione e degli interessi messi in pagamento nel futuro con il margine operativo lordo<sup>4</sup>. I risultati mostrano che diverse PMI (di cui 10 emittenti nel 2021) avevano un margine operativo lordo negativo al momento dell’emissione; un numero ancora maggiore mostrava un rapporto fra oneri finanziari prospettici e margine operativo superiore al 50% mentre per la stragrande maggioranza il rapporto si sarebbe mantenuto sotto il 50%. Ha senso dunque porsi il problema, specialmente per i casi più ‘critici’, della sostenibilità del debito rispetto ai piani strategici aziendali.

In secondo luogo, recuperando i dati dei bilanci fino al 2021, si è provveduto ad aggiornare il quadro dei principali indici contabili delle PMI emittenti. La Tabella 2.2 riassume tutti i risultati per i valori medi e mediani, suddivisi per anno di emissione: l’anno 0 rappresenta quello in cui il *minibond* è stato collocato e l’analisi è svolta fino al terzo anno precedente e al terzo anno successivo, sempre che sia disponibile. Il numero di bilanci disponibili dopo l’emissione non è lo stesso per tutte le imprese; in particolare per le emissioni del 2020 e del 2021 arriviamo all’anno 1 e all’anno 0 rispettivamente.

Si comincia dagli indicatori di redditività: *return on assets* (ROA) definito come margine operativo netto su totale dell’attivo, e *return on equity* (ROE) ovvero utile netto su patrimonio netto. I valori medi sono fortemente influenzati da singoli casi particolari; riteniamo che i valori mediani siano più rappresentativi. I dati evidenziano un lieve ma generalizzato miglioramento degli indici prima dell’emissione. Non si osservano però dei *trend* dominanti prima dell’emissione; la varianza sembra più che altro legata al ciclo economico che ha caratterizzato gli anni in questione. Infatti si vede un calo della redditività nell’anno 2020 (che si posiziona in colonne diverse della Tabella 2.2 in funzione dell’anno di emissione).

Per quanto riguarda invece la marginalità operativa esaminiamo il rapporto fra EBITDA (margine operativo lordo) e vendite da fatturato. Le medie sono a volte negative e condizionate da alcuni valori estremi, ma le mediane sembrano indicare un lieve aumento della marginalità prima del collocamento per le emittenti del 2017 e 2018; dopo l’emissione i dati sembrano invece più deludenti. È interessante vedere che la marginalità non sembra essere intaccata dalla pandemia del 2020; possiamo pensare che le emittenti del 2020 e del 2021 siano state selezionate guardando anche alla capacità di resilienza durante lo *shutdown*.

Passando agli indicatori di liquidità, ecco il ‘test acido’ (*quick ratio*), ovvero il rapporto fra attivo circolante al netto delle scorte e passività a breve termine. Si tratta di un indicatore della capacità dell’impresa di ‘coprire’ gli impegni di spesa nel breve termine attraverso le attività più facilmente liquidabili (cassa, titoli finanziari a breve e crediti commerciali). Non sembra che le emittenti arrivino all’appuntamento dell’emissione

<sup>4</sup> Questa verifica è stata possibile solo per le PMI emittenti fino all’anno 2021 (ultimo anno disponibile per i bilanci).



**Emilio Troiano**  
(Anteos Capital  
Advisors)

“Il 2023 sarà un anno di opportunità per la crescita del mercato dei *minibond*, guidato soprattutto dal mutamento di scenario dei tassi di riferimento. Sarà importante per le PMI e per gli operatori di mercato riuscire ad attrarre investitori europei e capitali finora destinati ad altre *asset class*”

obbligazionaria in situazioni di difficoltà finanziaria (il valore mediano è quasi sempre ampiamente superiore a 1); questo è coerente con le dichiarazioni di molti imprenditori, i quali vedono nel *minibond* uno strumento complementare ad altri fonti finanziarie, da 'testare' per acquisire dimestichezza con il mercato dei capitali.

Emittenti 2017	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
ROE	2,73% (4,71%)	5,22% (6,42%)	7,00% (7,76%)	5,15% (7,95%)	6,11% (7,90%)	-0,72% (3,45%)
ROA	3,30% (3,72%)	4,73% (3,58%)	3,31% (3,58)	2,44% (4,02%)	2,56% (3,81)	3,20% (2,26%)
EBITDA / Vendite	-5,26% (10,10%)	0,56% (10,15%)	15,59% (11,35%)	11,81% (10,05%)	-6,80% (9,69%)	3,44% (8,33%)
Test acido	1,36 (1,13)	1,27 (1,18)	1,65 (1,42)	1,75 (1,44)	1,70 (1,33)	2,01 (1,69)
Leverage	1,62 (1,40)	1,78 (1,48)	1,56 (1,23)	1,56 (0,80)	2,03 (0,69)	1,11 (0,71)
Emittenti 2018	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
ROE	7,32% (7,10%)	8,92% (7,45%)	8,11% (6,11%)	6,57% (8,92%)	-1,60% (3,96%)	3,99% (3,53%)
ROA	2,89% (3,57%)	4,61% (3,46%)	2,20% (3,31%)	1,96% (3,15%)	-4,94% (1,82%)	0,47% (2,14%)
EBITDA / Vendite	-4,89% (8,30%)	-0,93% (7,79%)	1,24% (7,93%)	-1,16% (7,35%)	-13,27% (6,75%)	-2,49% (6,60%)
Test acido	1,47 (1,19)	1,45 (1,18)	1,66 (1,36)	1,58 (1,23)	1,74 (1,51)	2,06 (1,48)
Leverage	1,55 (1,45)	1,56 (1,12)	1,99 (1,11)	1,33 (1,03)	1,70 (0,80)	1,19 (1,02)
Emittenti 2019	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
ROE	8,59% (6,42%)	8,29% (6,75%)	5,25% (5,59%)	-0,17% (2,43%)	5,13% (4,91%)	-
ROA	4,13% (2,83%)	3,39% (3,03%)	2,93% (2,97%)	1,38% (1,77%)	2,87% (2,56%)	-
EBITDA / Vendite	3,00% (9,59%)	10,87% (9,02%)	5,72% (8,80%)	0,46% (8,93%)	2,98% (9,95%)	-
Test acido	1,36 (1,16)	1,17 (1,05)	1,48 (1,28)	1,77 (1,43)	1,66 (1,36)	-
Leverage	5,10 (1,61)	5,65 (1,51)	2,57 (1,32)	1,94 (1,04)	1,94 (1,02)	-
Emittenti 2020	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
ROE	11,99% (8,11%)	10,19% (9,04%)	2,89% (4,89%)	8,39% (6,02%)	-	-
ROA	5,36% (4,37%)	4,84% (3,96%)	2,56% (2,89%)	3,74 % (3,36%)	-	-
EBITDA / Vendite	-0,20% (9,15%)	11,28% (9,43%)	2,03% (9,36%)	0,76% (9,20%)	-	-
Test acido	1,41 (1,23)	1,35 (1,24)	1,89 (1,63)	1,81 (1,56)	-	-
Leverage	4,51 (1,10)	2,15 (1,17)	1,59 (1,06)	1,49 (0,88)	-	-
Emittenti 2021	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
ROE	13,73% (10,93%)	10,26% (8,05%)	10,77% (8,79%)	-	-	-
ROA	6,02% (4,62%)	4,18% (3,52%)	3,96% (3,81%)	-	-	-
EBITDA / Vendite	10,91% (9,29%)	8,25% (9,28%)	7,56% (9,13%)	-	-	-
Test acido	1,41 (1,28)	1,73 (1,52)	2,04 (1,66)	-	-	-
Leverage	1,60 (1,26)	1,27 (1,11)	2,74 (1,03)	-	-	-
Emittenti 2022	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
ROE	9,03% (5,48%)	11,26% (7,61%)	-	-	-	-
ROA	2,62% (2,58%)	2,52% (2,93%)	-	-	-	-
EBITDA / Vendite	0,25% (8,26%)	-4,65% (8,24%)	-	-	-	-
Test acido	1,80 (1,48)	1,61 (1,42)	-	-	-	-
Leverage	2,69 (0,94)	1,22 (0,84)	-	-	-	-

Tabella 2.2

Indici di bilancio prima e dopo l'emissione di *minibond* (l'anno 0 è quello del collocamento). Valori medi (fra parentesi i valori mediani). Campione: 689 PMI emittenti di *minibond* dal 2017 al 2022. Fonte: AIDA-BVD

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

## Box 2.2

Casi di studio di emittenti di *minibond* nel 2022



**Filippo Aldo Alessi**  
(Alessi Domenico SpA)

#### *Alessi Domenico SpA*

Si tratta di un gruppo avente sede a Bassano del Grappa (VI) operante nell'industria dell'oreficeria fin dal 1946. L'azienda sta affrontando un percorso di espansione sui mercati esteri che ha visto, nel 2019, l'apertura di una nuova unità produttiva nella Repubblica Dominicana, al fine di servire con maggiore efficacia ed efficienza il mercato statunitense. Dopo una serie di emissioni di *minibond short-term*, nel 2022 Alessi Domenico SpA ha collocato sul portale *crowdfunding* Fundera un *minibond long-term* più strutturato per un controvalore totale di € 8 milioni, scadenza 2025 ed assistito al 90% da Garanzia SACE. Frigiolini & Partners Merchant ha operato come *advisor* e *arranger*, mentre Orrick ha agito da *legal advisor*. L'AD Filippo Aldo Alessi ha così commentato l'operazione: "Nel 2019 abbiamo iniziato a programmare un percorso di emissioni, dando così modo all'azienda di allenarsi e poter affrontare il mercato in maniera reattiva. Ogni emissione ha portato all'azienda e ai suoi collaboratori moltissimi insegnamenti ma, soprattutto ha dato modo di vedersi con occhi differenti e dalla stessa angolazione di un potenziale sottoscrittore, migliorandosi lì dove necessario".

#### *B.M. Tecnologie Industriali SpA Società Benefit*

B.M. Tecnologie Industriali è una società padovana attiva da trent'anni nel settore del servizio idrico integrato in qualità di produttore e distributore di apparecchiature per il controllo e la misurazione delle portate, dei livelli, delle pressioni e della qualità dell'acqua. L'azienda ha emesso a fine dicembre 2022 un *minibond* dal valore di € 3 milioni, scadenza 2028, *amortizing* e cedola variabile, con l'obiettivo di supportare gli investimenti legati al piano industriale 2022-2027, anche contando sull'apporto dai fondi React EU e PNNR. A sottoscrivere a pari quota l'investimento sono state la finanziaria regionale Veneto Sviluppo e Illimity Bank, mentre C&G Capital è stato *arranger* dell'operazione. Il presidente Franco Masenello ha dichiarato: "Per noi l'emissione del *minibond* è stata un *test*: volevamo 'staccarci' dal credito bancario e lo strumento in questione era in grado di garantire la crescita che cercavamo. Un altro fattore che ci ha spinto ad emettere questo tipo di strumento è stato il rischio concreto di trovarsi davanti ad un *credit crunch* dovuto al conflitto russo-ucraino, con una conseguente restrizione nella concessione del credito".



**Franco Masenello**  
(B.M. Tecnologie Industriali SpA SB)

#### *Luperini Production SpA*

La società lucchese opera nei settori di produzione e montaggio industriale di macchine ed impianti per l'industria farmaceutica. Nel 2021 ha contabilizzato ricavi per € 5,5 milioni. Il suo *minibond*, di importo pari a € 1 milione, convertibile in *equity*, è stato sottoscritto da SICI Sviluppo Imprese Centro Italia SGR tramite il fondo 'Rilancio e Sviluppo' ed è garantito dal Fondo di Garanzia per le PMI. Secondo Massimo Lungone, presidente dell'impresa, la *partnership* con un fondo "fornisce visibilità e solidità nel mercato in cui operiamo ed è fondamentale per i nostri clienti, che necessitano di emettere ordini ad aziende che garantiscono un futuro stabile per l'assistenza futura per loro necessaria. Il peggior incubo è trovarsi una macchina con alto contenuto tecnologico senza più il fornitore che l'ha costruita".



**Massimo Lungone**  
(Luperini Production SpA)

#### *Montalbano Acque SpA (Brofar Srl)*

Si tratta di un'azienda avente sede a Montalbano Elicona (ME), che si occupa dell'imbottigliamento di acque minerali da fonti naturali con il marchio Fontalba. A settembre 2022 la società ha emesso un *minibond* da € 6 milioni con l'obiettivo di finanziare l'investimento in una nuova linea di imbottigliamento con vetro a rendere, anche in un'ottica di riduzione dell'impatto ambientale. Il *minibond* è stato sottoscritto dal fondo di *private debt* Impresa Italia II di Riello Investimenti Partners SGR. Alessandro Faranda, amministratore unico, ha così commentato: "La scelta di finanziarsi mediante *minibond* è dipesa dalla necessità di trovare un finanziatore che potesse comprendere le potenzialità di sviluppo dell'azienda e che potesse intervenire in tempi compatibili con i piani di sviluppo". Con l'operazione l'impresa ha realizzato quanto sia importante avviare meccanismi interni di controllo e di miglioramento dei processi.



**Alessandro Faranda**  
(Montalbano Acque SpA)

#### *Quargentan SpA*

Si tratta di un'azienda vitivinicola di Terrarossa di Roncà (VR), che ha lanciato un *minibond* nativo digitale mediante tecnologia *blockchain* Fleap (sviluppata da Sandbox Srl, *startup* incubata presso Polihub), con controvalore di € 1 milione e scadenza fissata nel 2027. Ad operare come *arranger* è stata Integrae SIM, mentre Banca Valsabbina è stato l'investitore unico. Marco Quargentan, AD della società che nel 2021 ha generato ricavi per € 83 milioni, ha sottolineato come l'azienda, sfruttando la tecnologia innovativa, abbia ottenuto visibilità e attenzione da parte di potenziali *partner* finanziari futuri.

**Telebit SpA**

Telebit è un'azienda specialista in telecomunicazioni avente sede legale a Dosson di Casier (TV) e varie sedi operative dislocate in tutta Italia. Telebit collabora con i principali operatori di telefonia, sia fissa che mobile e ha chiuso il bilancio 2021 con ricavi consolidati per circa € 150 milioni. Con lo scopo di sostenere la crescita della società, con un *focus* sul raggiungimento di obiettivi anche legati a tematiche ESG, nell'autunno 2022 ha emesso ben due *minibond*. Il primo è da € 10 milioni, nell'ambito del programma Basket Bond Italia promosso e strutturato da Banca Finint con CDP e Mediocredito Centrale nel ruolo di sottoscrittori. Il secondo è da € 15 milioni, è stato collocato da Banca Finint e sottoscritto da un *pool* di banche quali Iccrea Banca, Volksbank, Mediocredito Trentino Alto-Adige insieme a Veneto Sviluppo.

“Ringraziamo gli investitori - dice Giacomo Quarta, AD di Telebit - per aver sostenuto il piano industriale ‘2022-2026 Ambizione Sostenibile’ finalizzato a fare di Telebit un riferimento nazionale del settore”.

**Vitali SpA**

La milanese Vitali SpA è *leader* nei settori delle grandi infrastrutture, *real estate*, demolizioni e produzione di materiali inerti, conglomerati e calcestruzzi. A fine 2022 l'azienda ha emesso un *minibond* da € 2,5 milioni con scadenza 2027, garantito dal Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI). L'*advisor* dell'operazione è la società Italfinance, mentre Mediocredito Trentino-Alto Adige ha agito da *arranger* e sottoscrittore. L'obiettivo dell'emissione è l'acquisto di impianti di ultima generazione per la produzione di materiali da costruzione. Secondo Massimo Vitali, presidente dell'azienda, “la scelta di emettere un *minibond* rappresenta per noi una forma di finanziamento alternativa e complementare al credito bancario per diversificare le fonti di finanziamento e accedere al mercato competitivo degli investitori professionali, elevando la società non solo dal punto di vista finanziario, ma anche in termini di visibilità nel campo del mercato dei capitali”.

**Box 2.2 (segue)**

Casi di studio di emittenti di *minibond* nel 2022



**Giacomo Quarta**  
(Telebit SpA)



**Massimo Vitali**  
(Vitali SpA)

Per le emittenti del 2022 si notano valori un po' migliori rispetto a liquidità e soprattutto indebitamento. Potrebbe essere indice di una maggiore 'cautela' da parte degli investitori nella scelta delle imprese target, in condizioni di maggiore incertezza sul mercato e di dinamica crescente dei tassi di interesse.

La Tabella 2.3 riporta la distribuzione per quartili del tasso di crescita medio del fatturato consolidato, definito dal *compounded annual growth rate* (CAGR), a cavallo dell'emissione del *minibond*. Il campione è costituito da 689 PMI che hanno raccolto dal 2017 al 2022. I dati relativi alle emittenti degli anni precedenti sono riportati nei Report passati.

Emittenti	Periodo	Valore medio	Valore mediano	Primo quartile	Terzo quartile
2017	(-3, -1)	23,4%	10,1%	2,6%	25,8%
	(0, +2)	10,5%	6,1%	-2,0%	17,5%
2018	(-3, -1)	15,5%	11,8%	3,4%	26,8%
	(0, +2)	-1,7%	-3,2%	-16,2%	12,1%
2019	(-3, -1)	13,2%	7,7%	3,0%	17,1%
	(0, +2)	3,7%	1,7%	-10,9%	13,3%
2020	(-3, -1)	11,3%	9,8%	1,0%	18,1%
	(0, +1)	2,5%	1,8%	-8,7%	31,0%
2021	(-3, -1)	10,4%	4,7%	-5,3%	20,4%
2022	(-3, -1)	11,3%	7,4%	-3,1%	18,6%

**Tabella 2.3**

*Compounded annual growth rate* (CAGR) dei ricavi consolidati prima dell'emissione. L'anno 0 è quello dell'emissione. Campione: 689 PMI emittenti di *minibond* dal 2017 al 2022. Fonte: AIDA BVD

Le PMI che collocano *minibond* mediamente crescono in misura significativa già prima della raccolta di capitale: valori medi e mediani sono sempre positivi e spesso a doppia cifra.

Dopo l'emissione, per le emittenti del 2017 c'è una crescita ulteriore, che per le imprese più dinamiche è superiore al 17,5% (valore del terzo quartile). Per le emittenti del 2018 e del 2019 la crescita dei ricavi è limitata dallo *shutdown* del 2020, ma si nota che almeno un quarto delle imprese è comunque cresciuta ad un ritmo medio ben superiore al 10%. Per le emittenti dell'ultimo triennio, si vedono valori medi e mediani abbastanza simili prima dell'emissione, mentre è ancora presto per capire cosa accade dopo.

Sulla base delle interviste condotte finora (si veda ad esempio il Box 2.2 nella pagina precedente, che riporta alcuni casi di emittenti del 2022), pensiamo che non ci sia un'evidenza di un rapporto causa-effetto fra emissione di *minibond* e crescita del fatturato; appare invece che il collocamento sia un 'di cui' nella strategia di sviluppo dell'impresa, iniziata negli anni precedenti.

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

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

### Box 2.3

Un esempio di innovazione finanziaria per le PMI: il Fondo Sardinia Fintech

Per le imprese delle regioni del Sud e delle isole (Sicilia e Sardegna), come abbiamo visto nelle pagine precedenti, l'opportunità dei *minibond* è ancora un terreno tutto da esplorare. Fondamentale, per far conoscere lo strumento, è stato il ruolo delle Regioni, come hanno insegnato i casi di Campania e Puglia.

In Sardegna l'amministrazione regionale, in coordinamento con la finanziaria controllata SFIRS, sta facendo alcuni esperimenti interessanti. Già in passato si ricorderà il caso dei 'Pecorino Bond', ovvero le emissioni organizzate fra il 2018 e il 2019 per rafforzare finanziariamente una latteria sociale e una cooperativa di allevatori in provincia di Oristano. Proprio nel 2019 la Regione Sardegna ha istituito il Fondo Sardinia Fintech destinato ad interventi di finanza innovativa da attuare anche mediante l'utilizzo di piattaforme digitali. La dotazione di capitale è ripartita in due linee di credito dedicate, denominate "Linea A - Minibond e Cambiali Finanziarie" e "Linea B - Strumenti di Finanza Innovativa".

Con questi fondi, nel 2022 la Finanziaria della Regione Sardegna SFIRS ha completato il processo di sottoscrizione parziale di due nuovi *minibond*, ricompresi nel proprio paniere di titoli cartolarizzati, il cui valore complessivo ammonta ora a € 17.250.000. Si tratta dei titoli emessi da FoodBrand SpA (importo € 3,5 milioni, finalizzato all'aumento di capitale a sostegno della propria controllata DOPPIO MALTO SpA) e da Arco Cavi Group Srl (€ 1 milione finalizzato alla realizzazione di un impianto per la produzione di energia alternativa a Villanova Truscheddu, provincia di Oristano). Coinvestitori nell'operazione di cartolarizzazione, strutturata dal gruppo Banca Finint e realizzata dal veicolo Cheesetake Srl, sono stati Confidi Sardegna Scpa e Fidicoop Scpa. Gli *advisor* legali sono stati Advam NCT e SWF.

Le emissioni sono state oggetto di rilascio – in chiave sperimentale – del *rating* ESG a cura dell'agenzia modefinance. Si tratta di un ulteriore giudizio sintetico che mira a certificare la solidità dell'emittente dal punto di vista degli aspetti ambientali, sociali e di *governance*, con indubbi risvolti di reputazione e strategici. A testimoniare l'attenzione verso i temi della transizione ecologica e agli obiettivi del PNRR, SFIRS nel 2021 aveva già investito in un portafoglio di *green bond*. Sempre sul fronte della finanza complementare e a valere sul Fondo Sardinia Fintech, si evidenzia l'innovativo processo posto in essere da SFIRS per favorire anticipazioni di cassa alle imprese coinvolte nel Superbonus. Mediante un avviso pubblico chiuso a fine giugno 2022, la Finanziaria regionale ha raccolto domande di finanziamento per oltre € 75 milioni, a fronte di complessivi crediti fiscali pari a oltre € 386 milioni generabili - mediante l'uso *revolving* delle risorse - entro il 31 gennaio 2023. Nel secondo semestre sono stati istruiti interventi per quasi € 13 milioni a fronte di un *plafond* di crediti fiscali prenotati da banche e investitori per € 130 milioni.

L'intervento del Fondo Sardinia Fintech sul Superbonus afferisce al 25% del portafoglio dei lavori agevolabili ai sensi dei *bonus* edilizi presentato dalle imprese e attestato dal perito prescelto, individuato secondo criteri di evidenza pubblica. La misura, che sta procedendo regolarmente e non risulta intaccata dalle recenti novità introdotte dal Governo nel D.L. 11/2023, rappresenta uno dei primi casi di cartolarizzazione dedicata al *lending* ed è stato realizzato con i *partner* SAFFI Capital Solutions e lo studio legale Hogan & Lovells.

### 3. Le emissioni

Dopo avere esaminato nel Capitolo precedente le caratteristiche delle imprese emittenti, possiamo ora alla rassegna delle caratteristiche delle emissioni dei *minibond* italiani, con l'aggiornamento delle operazioni registrate nel corso del 2022.

#### La tassonomia dei *minibond*

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

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

Per questi motivi, l'anno scorso abbiamo introdotto una tassonomia che riproponiamo in Tabella 3.1, elaborata sulla base dell'osservazione delle dinamiche del mercato e utilizzando le chiavi di classificazione sopra menzionate.

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

Tabella 3.1

La tassonomia dei *minibond*

(\*) oltre all'eventuale *originator*

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

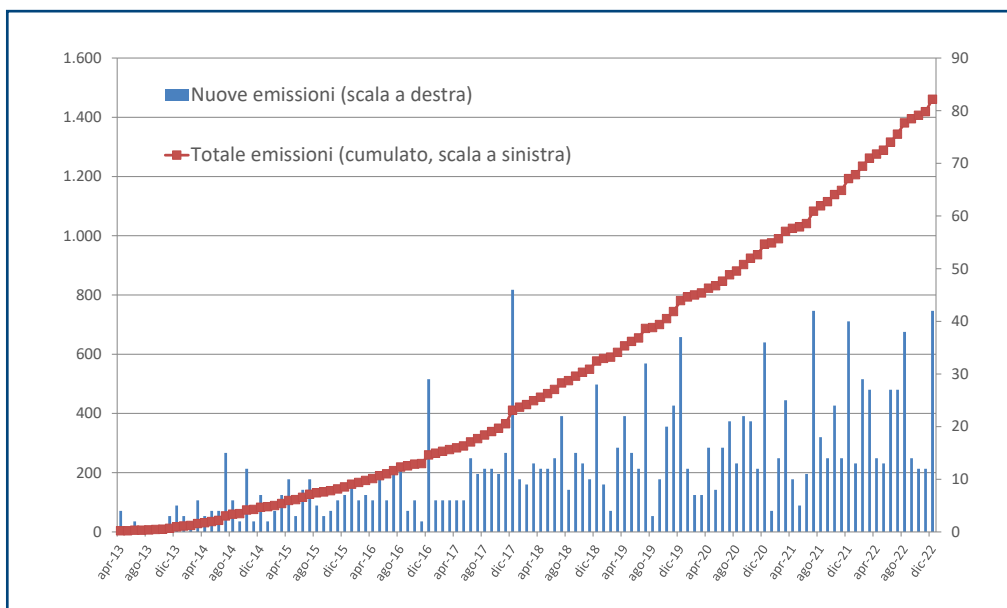
Un secondo tipo di operazioni sono quelle in cui invece l'*originator* non coincide con l'investitore. Si tratta di operazioni costruite secondo una logica di mercato competitivo, dove il sottoscrittore potrebbe essere un unico soggetto (tipicamente un fondo di *private debt* o un investitore istituzionale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



Leonardo Frigiolini  
(Frigiolini & Partners  
Merchant / Fundera)

*“Le operazioni captive sono utili per divulgare la cultura dei minibond ma il vero traguardo sarà raggiunto solo accompagnando le nostre imprese sul mercato unico europeo, aperto, atomizzato e soprattutto liquido”*

**Figura 3.1**  
Flusso temporale delle emissioni di *minibond* dal 2013 al 2022 (emissioni sotto € 50 milioni)

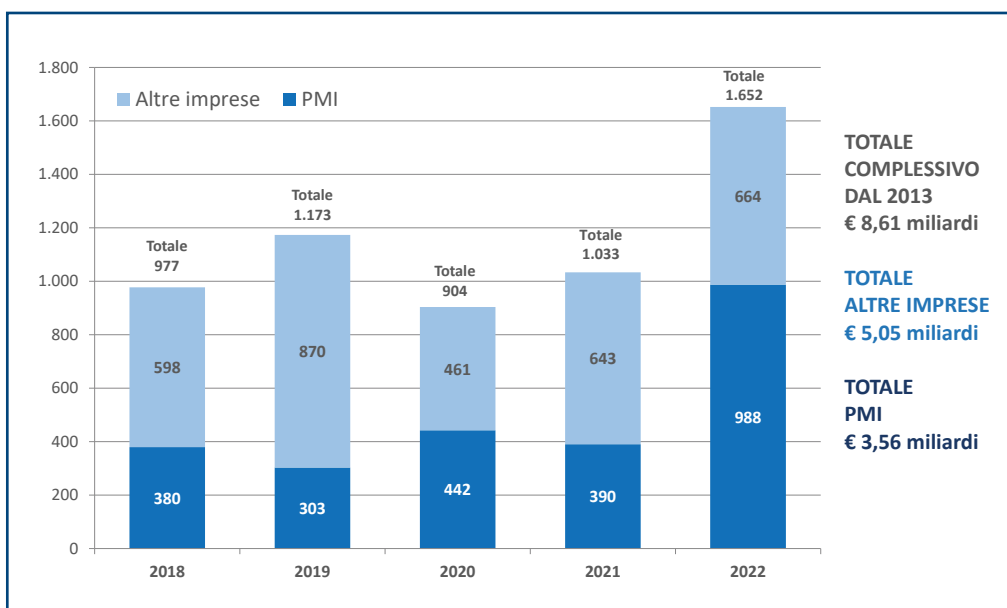


ment), offrono maggiori opportunità di liquidità e richiedono all'emittente di adottare pratiche evolute di *governance* e di pubblicità delle informazioni. Infine, esistono operazioni finalizzate esplicitamente alla creazione di *asset backed securities* (ABSs), ovvero di titoli cartolarizzati emessi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

### Le emissioni fino al 2022: statistiche descrittive

Le emissioni di *minibond* censite dall'Osservatorio durante l'anno 2022 di importo inferiore a € 50 milioni, in linea con la definizione adottata nel Capitolo 1, risultano essere 268. L'elenco completo è riportato in Appendice. Nel corso del 2021 si erano registrate invece 221 emissioni; l'incremento è quindi pari a +21,3% ed è molto buono se si considera il peggioramento del quadro complessivo, con la guerra in Ucraina, l'inflazione e l'aumento dei tassi di interesse. Le emissioni si sono distribuite abbastanza equamente fra i due semestri; al solito a fine anno si è registrato un 'picco' (42 emissioni a dicembre). A partire dal 2013 disponiamo di un campione complessivo di 1.461 collocamenti. La Figura 3.1 aggiorna a fine anno l'andamento temporale cumulato delle emissioni di *minibond*, a partire dall'entrata in vigore delle riforme iniziate con il Decreto 'Sviluppo' del 2012. Si conferma che i *minibond* detengono un proprio mercato 'stabile'.

**Figura 3.2**  
Flusso temporale del controvalore di emissioni di *minibond* negli ultimi 5 anni. Dati in € milioni.





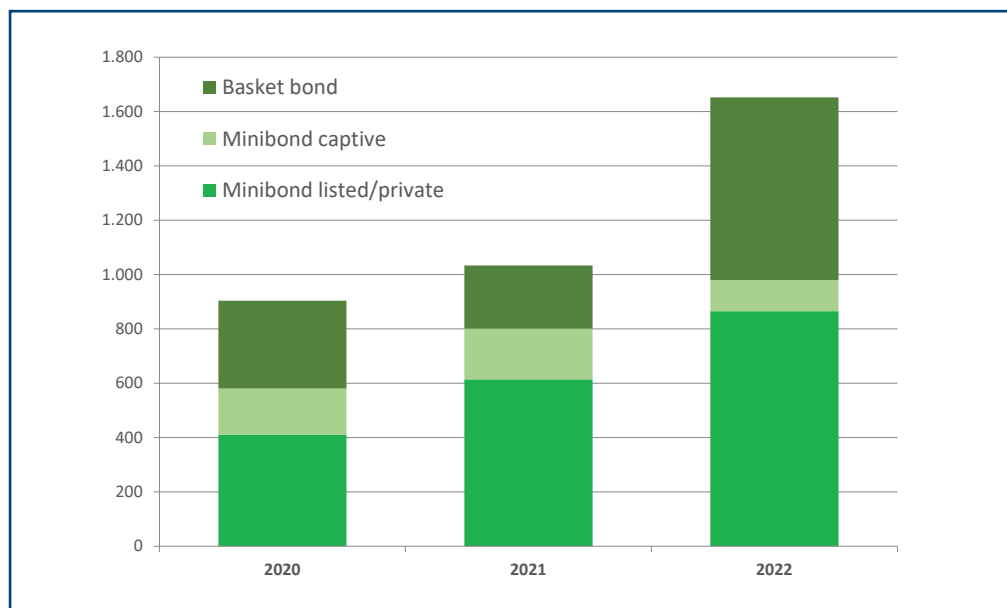


Figura 3.3

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

Per quanto riguarda la tipologia di strumenti finanziari, si tratta nella grande maggioranza di casi di obbligazioni. Abbiamo però anche 25 cambiali finanziarie sotto € 50 milioni, pari all'1,7% del campione, che sono ormai molto rare sul mercato (nel 2022 non abbiamo registrato alcuna emissione da società non finanziarie).

La Figura 3.2 descrive il flusso annuale rispetto al controvalore delle emissioni negli ultimi 5 anni. Il valore nominale totale raggiunto a fine 2022 è pari a € 8,61 miliardi; il contributo di flusso relativo al solo 2022 è stato pari a € 1,652 miliardi, con un aumento del 60% rispetto al 2021. Se teniamo conto solo delle emissioni effettuate da PMI, il totale scende a € 3,56 miliardi, con un contributo nel 2022 di € 988 milioni, nuovo massimo storico registrato dall'Osservatorio.

Per capire meglio a cosa è dovuto il buon incremento rispetto all'anno scorso, nella Figura 3.3 abbiamo disaggregato il flusso della raccolta fra le diverse tipologie di *minibond* individuate dalla tassonomia della Tabella 3.1. Si nota subito un incremento consistente nei volumi dei *basket bond*, praticamente triplicati rispetto al 2021 (si veda per un dettaglio la Tabella 2.1 nel capitolo precedente, a pagina 29). Le emissioni *captive* nel 2022 sono state 'cannibalizzate' dai *basket bond* e registrano un calo, poiché i grandi gruppi bancari impegnati come *arranger* di *minibond* hanno avviato nuovi programmi proprio nei *basket bond*. Anche le altre tipologie di *minibond* (*listed* e *private*) comunque hanno dato un buon contributo alla crescita del mercato nell'ultimo triennio.

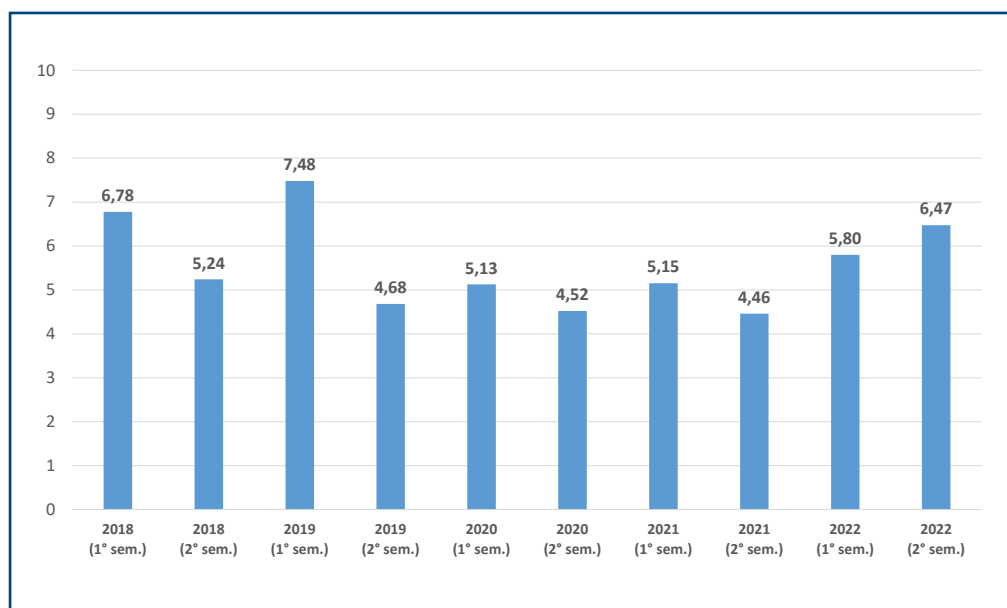
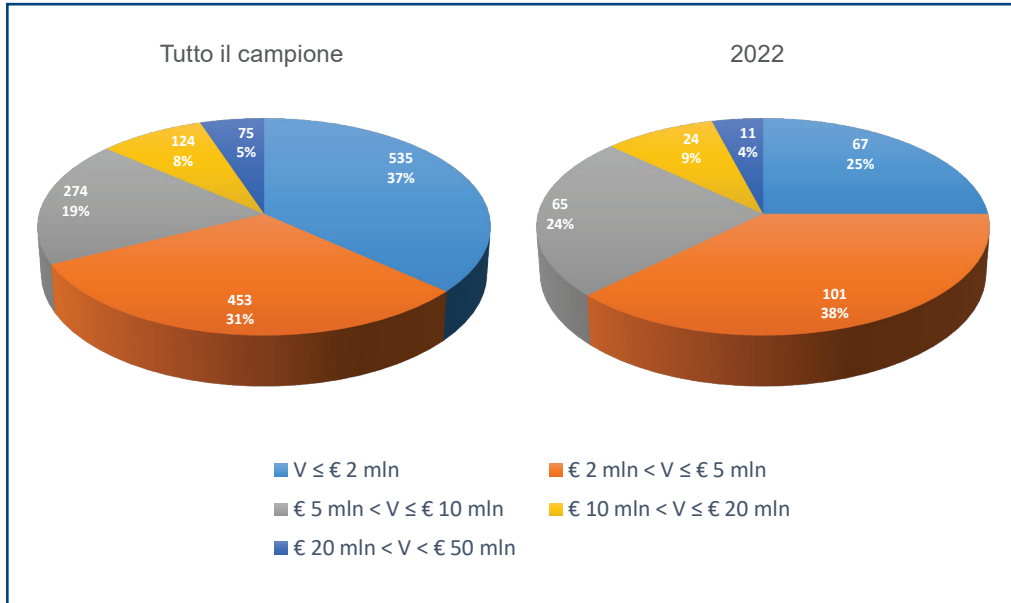


Figura 3.4

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

**Figura 3.5**

Distribuzione del controvalore nominale delle singole emissioni. Confronto fra il campione complessivo di 1.461 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni e il campione del 2022 (268 emissioni)



La Figura 3.4 aggiorna i dati del controvalore medio delle emissioni per semestre, che torna a crescere dopo i minimi dell'ultimo periodo. Nel primo semestre del 2022 siamo a € 5,80 milioni mentre per il secondo semestre siamo a € 6,47 milioni, in leggero aumento rispetto al 2021.

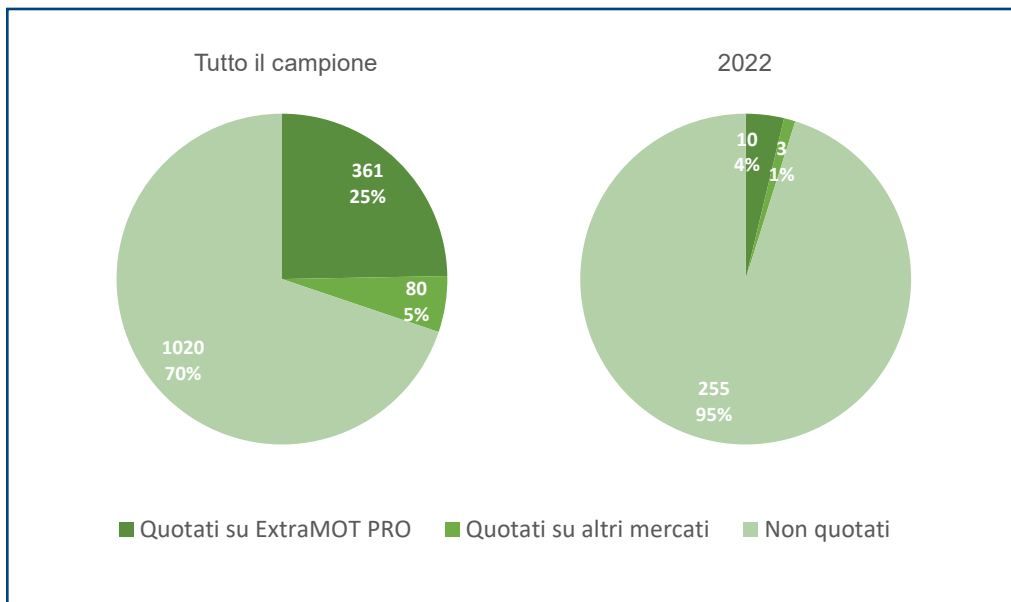
Il valore medio del collocamento effettuato dalle PMI è pari a € 3,86 milioni, mentre quello effettuato dalle grandi imprese è pari a € 9,34 milioni. La media complessiva sulle 1.461 osservazioni è pari a € 5,89 milioni.

La distribuzione del controvalore delle singole emissioni è riportata nella Figura 3.5, dove si nota che il 36,7% dei *minibond* del campione totale ha un valore di collocamento minore o uguale a € 2 milioni, mentre il 31,0% ha un valore compreso fra € 2 milioni e € 5 milioni. Se guardiamo però solo al 2022 le percentuali sono rispettivamente al 25,0% (in forte calo rispetto al 43,0% di un anno fa) e al 37,7% (era il 34,4% nel 2021). Negli ultimi 12 mesi i *minibond* con valore superiore a € 20 milioni sono solo il 4,1%, in aumento rispetto al 2,7% del 2021 ma comunque sotto la percentuale relativa a tutto il campione (5,1%).

Per quanto riguarda la quotazione su un mercato borsistico dei 1.461 *minibond* censiti (si veda la Figura 3.6) 1.020 non sono stati quotati (pari al 69,8%) mentre 361 (il 24,7%) sono stati quotati da Borsa Italiana sul segmento ExtraMOT PRO o su ExtraMOT PRO<sup>3</sup> e infine 80 (5,5%) sono stati quotati su altri mercati esteri (in genere Austria, Lussemburgo, Irlanda).

**Figura 3.6**

Quotazione dei *minibond* su un mercato borsistico. Confronto fra il campione complessivo di 1.461 emissioni di *minibond* e il campione del 2022 (268 emissioni)



In realtà se si considerano solo le emissioni del 2022 (parte destra della Figura 3.6) le non quotate sono 255 (95,2%, percentuale in ulteriore aumento rispetto all'anno scorso) e le quotate sul listino professionale milanese sono appena 10 (3,7%); solo 3 invece (1,1%) hanno scelto una borsa straniera.

Ormai i *minibond* quotati sono diventati una piccola minoranza. Come affermato in passato, questo fenomeno può essere legato agli adempimenti e obblighi per le emittenti, che continuano ad apparire sproporzionati rispetto. Da questo punto di vista ribadiamo la necessità di una revisione della normativa nella direzione di una maggiore proporzionalità verso le PMI.

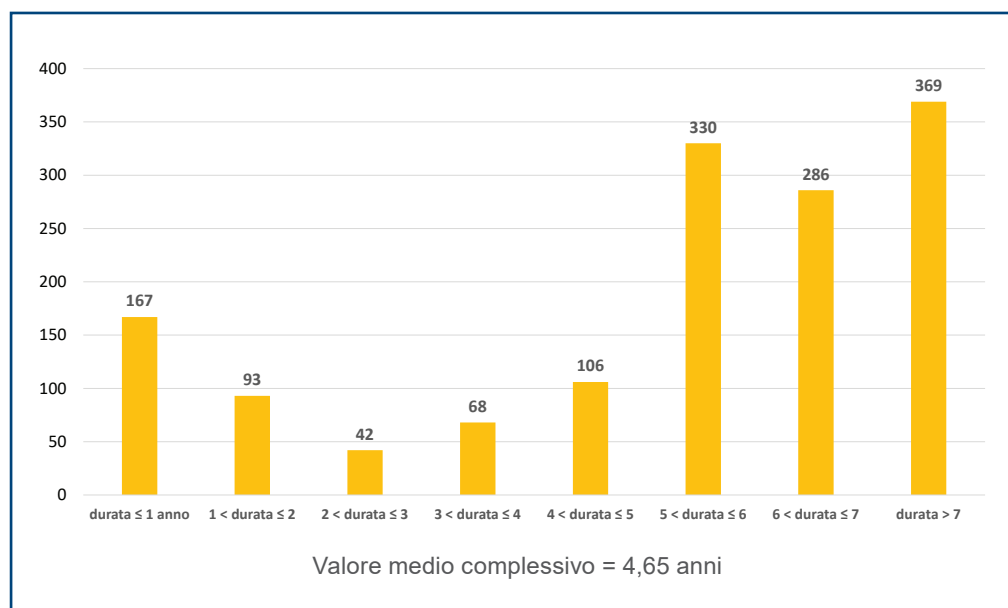
Sicuramente per i titoli *'captive'* originati e sottoscritti da banche e per i Basket Bond, che come visto stanno guadagnando terreno, l'interesse verso la quotazione è meno rilevante. Ciononostante, c'è l'impressione che con l'integrazione di Borsa Italiana nel gruppo Euronext sia importante definire al più presto una strategia per capire la *mission* e l'assetto futuro del mercato obbligazionario per le PMI nel circuito pan-europeo, così da rendere più attraente l'accesso a Piazza Affari.

Rimane poi da risolvere il tema della trasferibilità della garanzia sui *minibond* offerta dal Fondo di Garanzia, da un investitore a un altro. Oggi come oggi non è automatica, quindi occorre o limitare la circolazione dei titoli a investitori eleggibili o addirittura prevedere una doppia linea di quotazione per soggetti ammissibili alla garanzia e non, con due codici ISIN diversi. Da questo punto di vista auspichiamo un intervento normativo che renda più facile operare sul mercato secondario una volta ottenuta l'approvazione del Fondo di Garanzia.

### Scadenza e remunerazione offerta

Passiamo ora ad analizzare la scadenza dei *minibond* del campione, nonché la remunerazione offerta al mercato. Per quanto riguarda la scadenza, la Figura 3.7 suddivide il campione totale in diverse fasce. La maggioranza dei titoli ha una scadenza superiore a 7 anni (369 casi, pari al 25,3%). Abbiamo poi 330 titoli (22,6% del totale) con scadenza fra 5 e 6 anni. Si conferma che le *maturity* comprese fra 1 e 4 anni sono invece le meno frequenti. Il valore medio complessivo è pari a 4,65 anni.

La Figura 3.8 mette in luce l'evoluzione nel corso del 2022 rispetto all'anno precedente. Sono decisamente aumentate le emissioni con scadenza fra 1 e 2 anni (31 contro 11) così come quelle fra 6 e 7 anni (in coincidenza con alcune emissioni *'sincronizzate'* di Basket Bond). Per contro sono scese quelle con *maturity* fra 5 e 6 anni e quelle a lungo termine (oltre 7 anni). Il valore medio per il 2022 è 5,64 anni, in leggerissima crescita rispetto a quello del 2021 (5,61 anni).

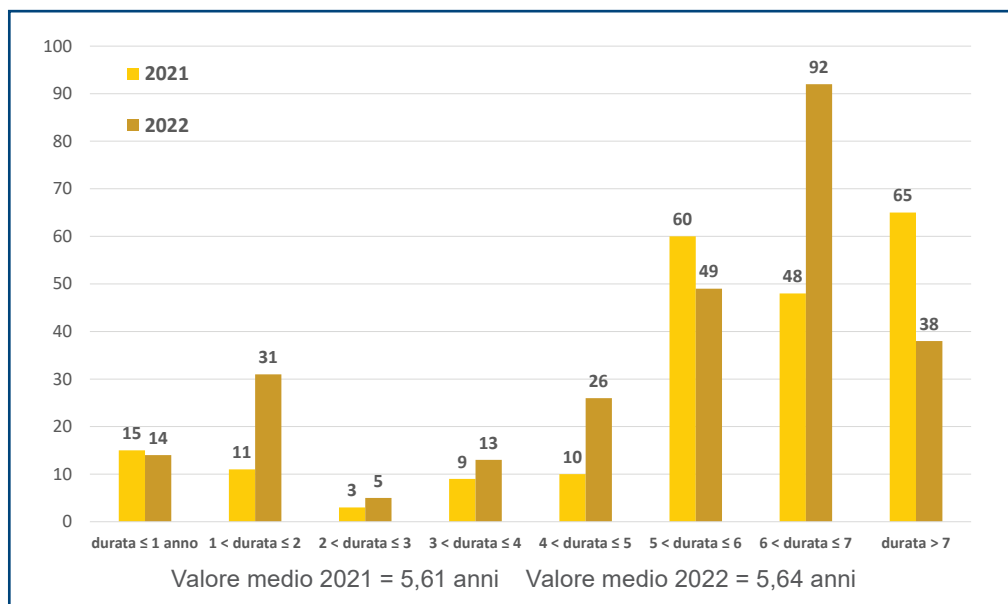


**Denis Gatto**  
(C&G Capital)

*“I fondi di credito tendono spesso a privilegiare le imprese di dimensione medio-grande. C'è un universo di PMI che rischia di essere ignorato: un mercato che ha bisogno di consulenti, arranger e investitori specializzati. Per estendere il mercato dei capitali a queste piccole realtà, siamo ancora lontani anni luce”*

**Figura 3.7**  
Distribuzione complessiva della scadenza del titolo. Campione: 1.461 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni

**Figura 3.8**

 Distribuzione della scadenza dei *minibond*: confronto fra 2021 e 2022


La Figura 3.9 mostra le differenze nella scelta della scadenza confrontando PMI e grandi imprese. Per le PMI la scadenza continua ad essere in generale inferiore (in media 4,24 anni contro 5,35 per le grandi). Una parte significativa dei *minibond* a breve termine (meno di 12 mesi) continua ad essere abbinata alle PMI mentre la presenza delle grandi imprese è più significativa sulle scadenze superiori a 5 anni

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

**Tabella 3.2**

 Statistiche sulla modalità di rimborso del capitale.  
 Campione: 1.461 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni

Modalità di rimborso:	<i>Bullet</i>	<i>Amortizing</i>	n.d.
Tutto il campione	32,5%	65,4%	2,1%
PMI	33,6%	64,0%	2,4%
Grandi imprese	30,7%	67,7%	1,7%
Società quotate in Borsa	33,3%	63,3%	3,3%
Società non quotate in Borsa	32,4%	65,5%	2,0%
<i>Minibond</i> con scadenza inferiore a 5 anni	82,4%	14,9%	2,7%
<i>Minibond</i> con scadenza uguale o > 5 anni	15,6%	82,5%	1,9%

La determinante più importante è sicuramente la *maturity*: l'82,4% delle emissioni sotto i 5 anni è *bullet* mentre l'82,5% di quelle a lunga scadenza è *amortizing*. Per le PMI e per le società quotate in Borsa è un poco più frequente l'ammortamento *bullet*.

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

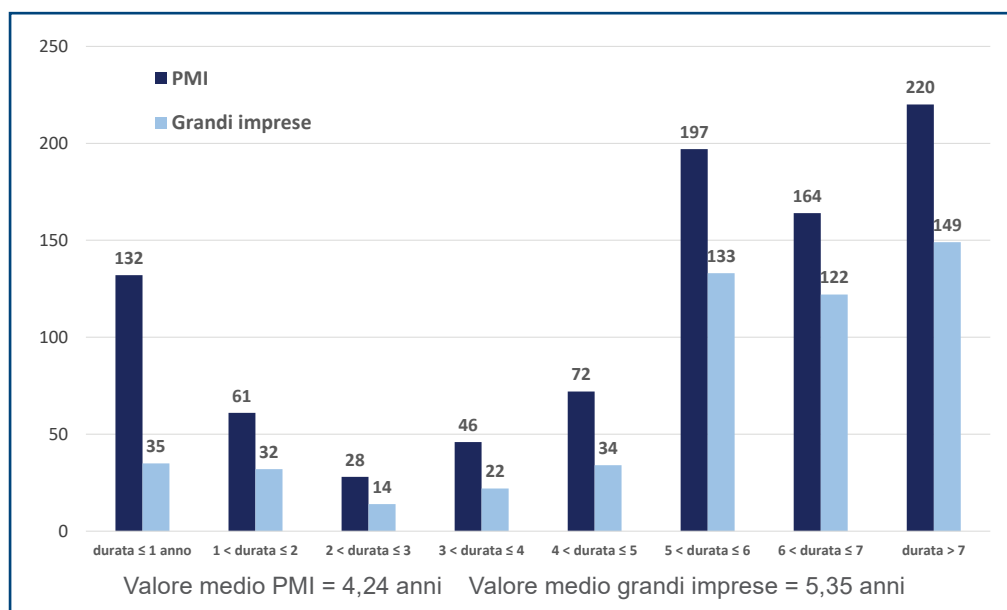


Figura 3.9

Distribuzione della scadenza dei *minibond*: differenza fra PMI e grandi imprese. Campione: 1.220 emissioni

La Figura 3.10 evidenzia che la maggioranza dei *minibond* del campione paga una cedola fissa: sono 276 le emissioni (il 18,9% dei casi) che prevedono una cedola variabile, di solito collegata a un tasso interbancario come l'Euribor. Da quest'anno evidenziamo anche i *minibond* con cedola ESG-linked (ne parliamo a pagina 51, in un paragrafo dedicato) ovvero indicizzata alla *performance* di sostenibilità dell'emittente. Si tratta di una prassi avviata negli ultimi tempi, ma che ha già conquistato 49 emissioni (3,3% del campione intero), in particolare nell'ultimo triennio.

Nel campione abbiamo pure 12 titoli *zero-coupon*, senza cedole, per i quali la remunerazione è solo in funzione del disaggio di emissione, ovvero dello 'sconto' fra prezzo di collocamento e rimborso.

Il valore medio per tutto il campione dei titoli con cedola fissa è pari a 4,59%, mentre il valore mediano è molto vicino (4,50%).

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

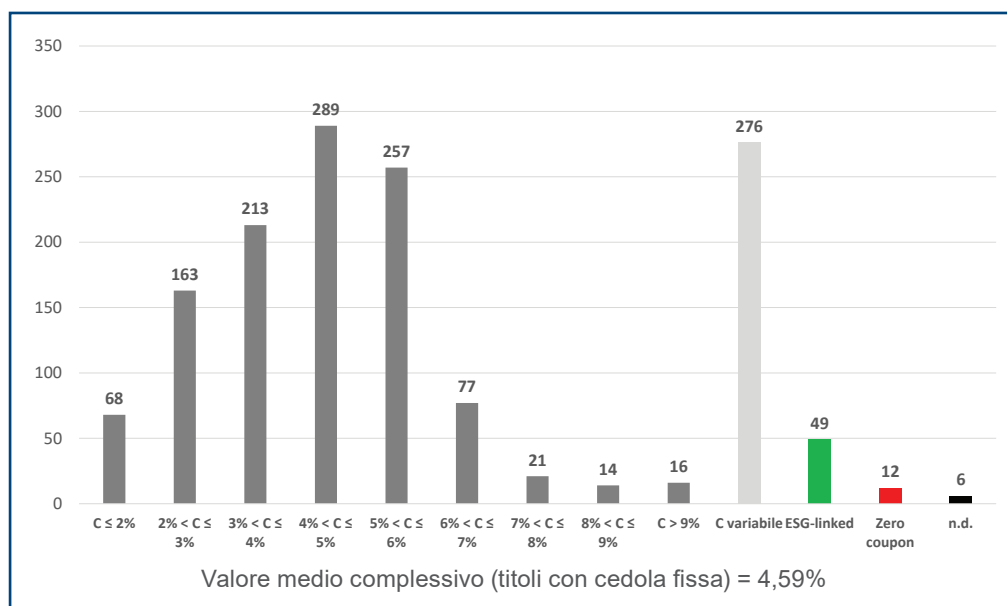
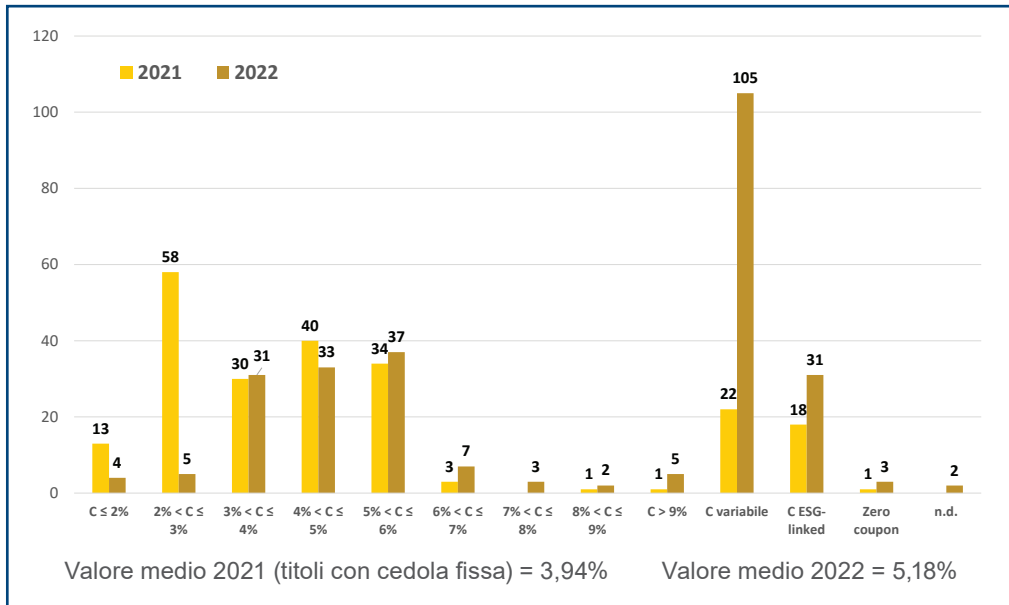


Figura 3.10

Distribuzione della cedola C dei *minibond* sotto € 50 milioni. Campione: 1.461 emissioni

**Figura 3.11**

La cedola C dei *minibond*: confronto fra 2021 e 2022



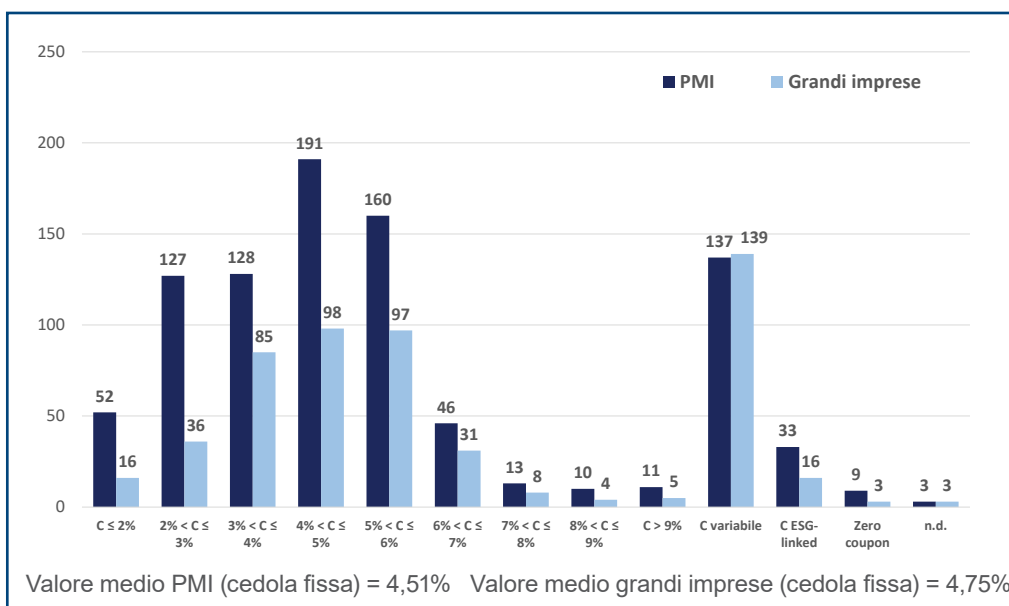
in caso di prima perdita e contribuire a ridurre il costo del capitale. Questo contribuisce a spiegare la ragione della presenza di ben 68 *minibond* con cedola inferiore o uguale al 2%. Infine, data la scarsa liquidità dei *minibond* sul mercato, la cedola comprenderà anche un premio di illiquidità, che ci aspettiamo essere maggiore quanto più piccolo è il controvalore dell'emissione e nel caso essa non sia quotata.

A seguito del repentino aumento dei tassi di interesse di mercato registrato nel corso del 2022 (a inizio anno l'Euribor a 6 mesi era negativo mentre a fine anno viaggiava intorno al 2,7%) diventa molto interessante analizzare l'impatto sul costo del capitale dei *minibond*. La Figura 3.11 evidenzia una decisa crescita del valore medio della cedola fissa, di più di 120 *basis point* (da 3,94% a 5,18%), ma soprattutto un buon aumento dei titoli con cedola variabile. Nel 2022 il 39,2% delle emissioni la prevedeva, contro il 10,0% del 2021. È evidente anche la crescita dei *minibond* ESG-linked, che sono passati da 18 a 31 emissioni (pari all'11,6% del campione del 2022).

La Figura 3.12 riporta la distribuzione del valore della cedola distinguendo fra emissioni fatte da PMI e da grandi imprese. Il valore medio per le emissioni a cedola fissa non è significativamente diverso (tenendo conto che in media le grandi imprese collocano titoli con *maturity* maggiore e non possono beneficiare del Fondo di Garanzia per le PMI), così come la distribuzione è molto simile, ma si nota che la cedola indicizzata è relativamente preferita dalle grandi imprese (che nel campione totale sono meno delle PMI).

**Figura 3.12**

Distribuzione della cedola dei *minibond*: distinzione fra PMI e grandi imprese. Campione: 1.461 emissioni



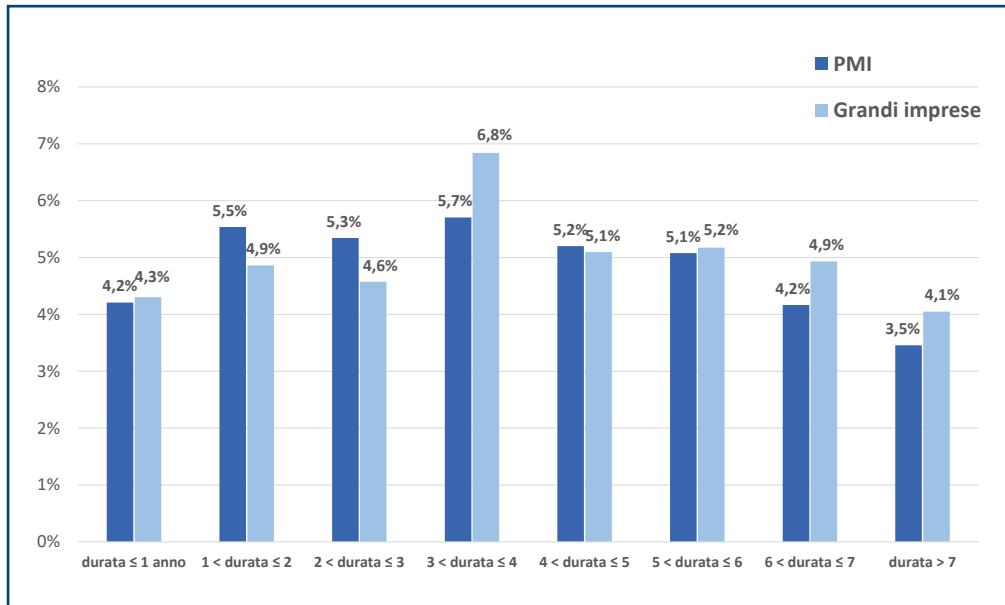


Figura 3.13

Valore medio della cedola distribuita dai *minibond*: confronto fra PMI e grandi imprese per diverse scadenze. Campione: 1.119 emissioni sotto € 50 milioni con cedola fissa

Per tenere conto sia del fattore ‘dimensione’ che del fattore ‘scadenza’ la Figura 3.13 disaggrega il campione delle emissioni con cedola fissa considerando congiuntamente i fattori. Le differenze appaiono limitate, con poche eccezioni: ciò sembra però legato ad altri fattori contingenti di rischio, che un’analisi più accurata dovrebbe considerare. Infine, la remunerazione per l’investitore è anche determinata dal prezzo di emissione. Nella quasi totalità dei casi i *minibond* sono collocati al valore nominale (100), ma nel campione esistono delle eccezioni. Nel 2022 ad esempio abbiamo 6 emissioni collocate sotto la pari.

## Il rating

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

Ogni *rating agency* possiede una propria scala di valutazione<sup>1</sup>, dove verrà ‘posizionato’ l’emittente in funzione di indicatori relativi alla solidità patrimoniale, al grado di indebitamento, alla situazione di liquidità, alla capacità prospettica di generare cassa.

L’emissione del *rating* non è obbligatoria. Diventa quindi interessante analizzare se i *minibond* abbiano fatto ricorso a questa opzione.

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

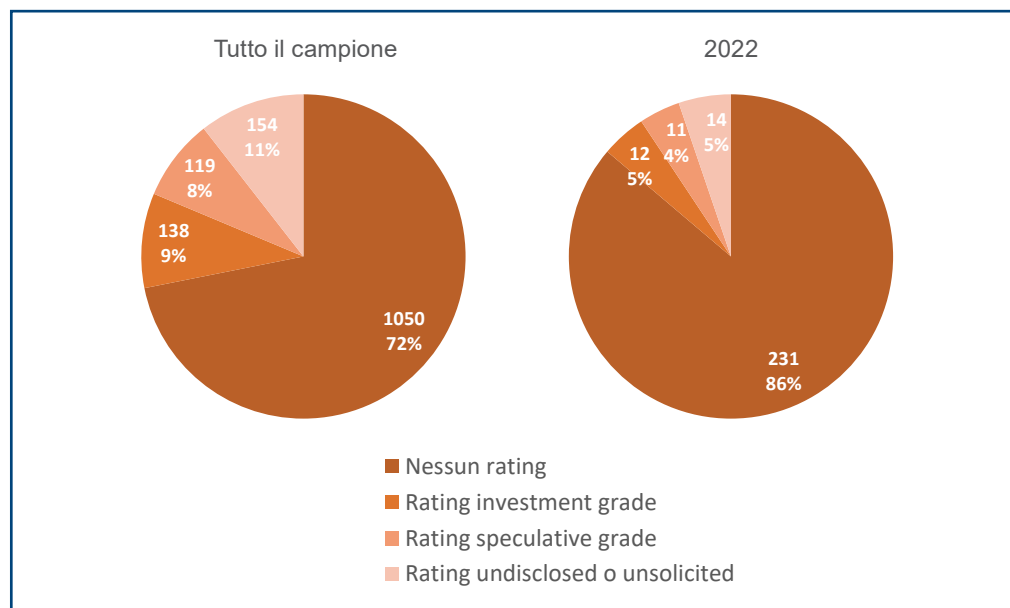
La Figura 3.14 evidenzia che nel campione totale il 72% delle emissioni non è accompagnato da un *rating* (1.050 casi). Abbiamo 138 emissioni (9%) associate a un *rating* ‘*investment grade*’ (ovvero con un giudizio pari almeno a BBB- nella scala utilizzata da Standard & Poor’s, o equivalente) e 119 (8%) con *rating* inferiore alla soglia indicata (‘*speculative grade*’). Infine abbiamo 154 emissioni (11%) associate ad un *rating undisclosed* o *unsolicited* e quindi non ‘pubblico’ richiesto in genere dall’investitore. La parte destra della Figura 3.14 evidenzia che nel 2022 solo una piccola minoranza dei *minibond* collocati aveva un *rating* indipendente. Abbiamo visto 12 titoli con merito *investment grade* (5%) e 11 *high yield* (4%), più 14 (5%) con valutazione *undisclosed* o *unsolicited*.

In generale non sono stati osservati nuovi *trend* significativi nella revisione dei *rating* già esistenti. I *downgrade* e gli *upgrade* sono stati sporadici.

<sup>1</sup> Un maggiore approfondimento sulla tematica delle *rating agency* è proposto nel Capitolo 4, pagina 59.

**Figura 3.14**

Presenza del *rating* sui *minibond* sotto € 50 milioni.  
Confronto fra il campione complessivo di 1.461 emissioni e il campione del 2022 (268 emissioni)

**Tabella 3.3**

Statistiche sull'attribuzione del *rating*.  
Campione: 1.461 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni

Attribuzione del <i>rating</i> :	Nessun <i>rating</i>	Sì ( <i>investment grade</i> )	Sì ( <i>speculative grade</i> )	Sì ( <i>undisclosed o unsolicited</i> )
PMI	75,2%	7,8%	9,8	7,2%
Grandi imprese	66,2%	12,2%	5,4%	16,3%
Società quotate in Borsa	75,8%	10,8%	2,5%	10,8%
Società non quotate in Borsa	71,5%	9,3%	8,7%	10,5%
<i>Minibond</i> con scadenza < 5 anni	86,5%	4,0%	4,9%	4,6%
<i>Minibond</i> con scadenza = o > 5 anni	66,9%	11,3%	9,3%	12,6%

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

### Opzioni, *covenant* e garanzie

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

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



**Mattia Ciprian**  
(modefinance)

“La crescita delle iniziative regionali di *basket bond* è sintomo di una fervente attività di raccolta capitali per le PMI e va di pari passo con la consapevolezza delle stesse sui temi di sostenibilità, ambientale, sociale e finanziaria. Qui il *rating* gioca un ruolo fondamentale in quanto riesce a contestualizzare le performance aziendali anche in momenti macroeconomici turbolenti, garantendo la comparabilità nel tempo nonostante alti livelli di inflazione e innalzamento dei tassi”



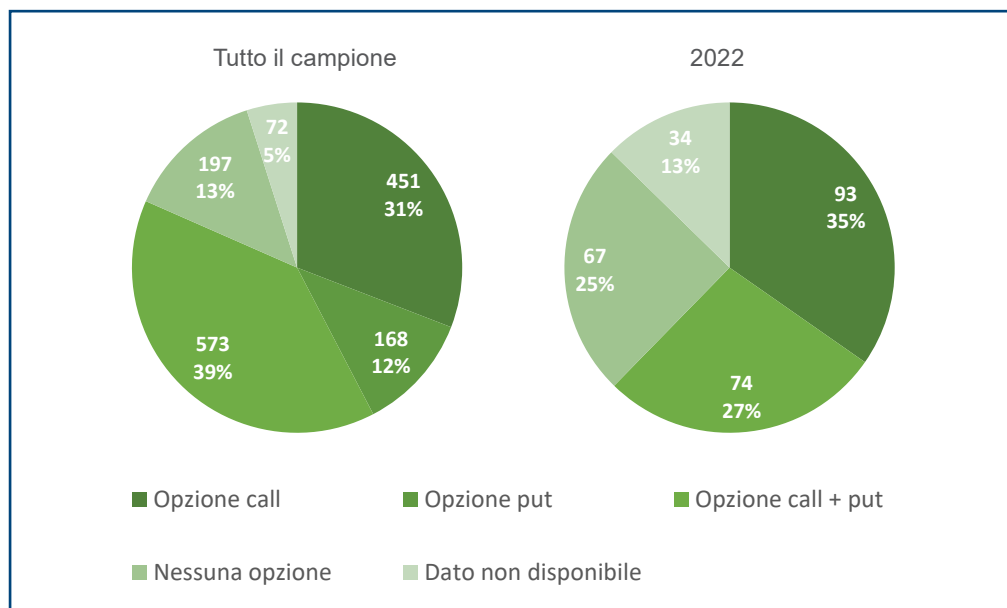


Figura 3.15

Presenza di opzioni *call* e/o *put*. Confronto fra il campione complessivo di 1.461 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni e il campione del 2022 (268 emissioni)

Nel campione globale dei *minibond* sotto € 50 milioni esistono titoli che contengono una, entrambe, o nessuna delle opzioni. La Figura 3.15 evidenzia che una buona percentuale del campione prevede entrambe le opzioni (573 emissioni pari al 39,2%). Vi sono invece 197 titoli (pari al 13,5% del campione) che non prevedono alcuna opzione. I titoli solamente *putable* sono 168 (l'11,5%) mentre quelli solo *callable* sono 451 (30,9%). La parte destra della Figura 3.15 ci mostra che nel 2022 la distribuzione è più omogenea. La maggioranza relativa dei casi (93, pari al 34,7%) prevede la sola opzione *call* mentre 74 *minibond* (27,6%) prevedono entrambe le opzioni. Negli ultimi 12 mesi non è stato individuato alcun titolo che prevedeva la sola opzione *put*.

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

La presenza della sola opzione *call* è più comune nelle emissioni a breve scadenza e per le PMI. La sola opzione *put*, senza sorprese, è invece relativamente più frequente per le emissioni a lunga scadenza ma anche per le grandi imprese.

Presenza di opzioni:	Nessuna	Call	Put	Call + put	n.d.
PMI	14,6%	31,1%	9,8%	39,9%	4,7%
Grandi imprese	11,6%	30,5%	14,4%	38,1%	5,4%
Società quotate in Borsa	20,8%	28,3%	8,3%	37,5%	5,0%
Società non quotate in Borsa	12,8%	31,1%	11,8%	39,4%	4,9%
<i>Minibond</i> con scadenza < a 5 anni	18,9%	32,2%	7,8%	35,1%	5,9%
<i>Minibond</i> con scadenza = o > 5 anni	11,6%	30,4%	12,7%	40,6%	4,6%

Tabella 3.4

Statistiche sull'esistenza di opzioni *call* e *put*. Campione: 1.461 emissioni di *minibond*

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

Nel campione delle 1.461 emissioni di *minibond*, la presenza di una garanzia compare con certezza in 799 casi, pari al 78,6% del totale. In genere si tratta di garanzie offerte da soggetti pubblici (come Stato o Regioni) o enti deputati a favorire l'accesso al credito delle PMI (come i Consorzi Fidi), ipoteche su beni, pegni sui titoli azionari dell'emittente, fidejussioni fornite da soggetti terzi, privilegi sul magazzino o sulle scorte (fra cui anche bottiglie di vino e formaggi!). Particolare attenzione va prestata al Fondo di Garanzia statale gestito da Mediocredito Centrale (MCC), poiché - come specificato nel Box 3.1 a

pagina 49 - la garanzia viene richiesta dall'investitore, quindi non è ottenuta dall'emittente, il quale può solo verificare l'eleggibilità preliminare.

Nelle emissioni del 2022 (si veda la Figura 3.16 dove confrontiamo gli ultimi due anni) si notano alcune cose interessanti. Innanzitutto salgono da 3 a 59 (ovvero il 22% delle emissioni dell'ultimo anno) le garanzie offerte dal Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI) e della Banca Europea per gli Investimenti (BEI). Ciò è dovuto soprattutto alle nuove operazioni di Basket Bond descritte nel Capitolo precedente (si veda a pagina 29). Sono scese invece le emissioni eleggibili per il supporto del Fondo di Garanzia statale gestito da Mediocredito Centrale (da 72 a 59) così come quelle in capo a SACE (da 33 a 22 comprendendo sia 'Garanzia Italia' sia i progetti di internazionalizzazione). Nel 12% dei casi la garanzia è stata offerta autonomamente dall'emittente, attraverso un pegno o una fideiussione (era il 15% nel 2021). Il 13% dei *minibond* del 2022 è invece assistito da una garanzia delle finanziarie regionali (essenzialmente in Puglia). Sale la quota di emissioni non assistite da alcuna garanzia (rimangono sempre una minoranza ma passano dal 16% al 22%).

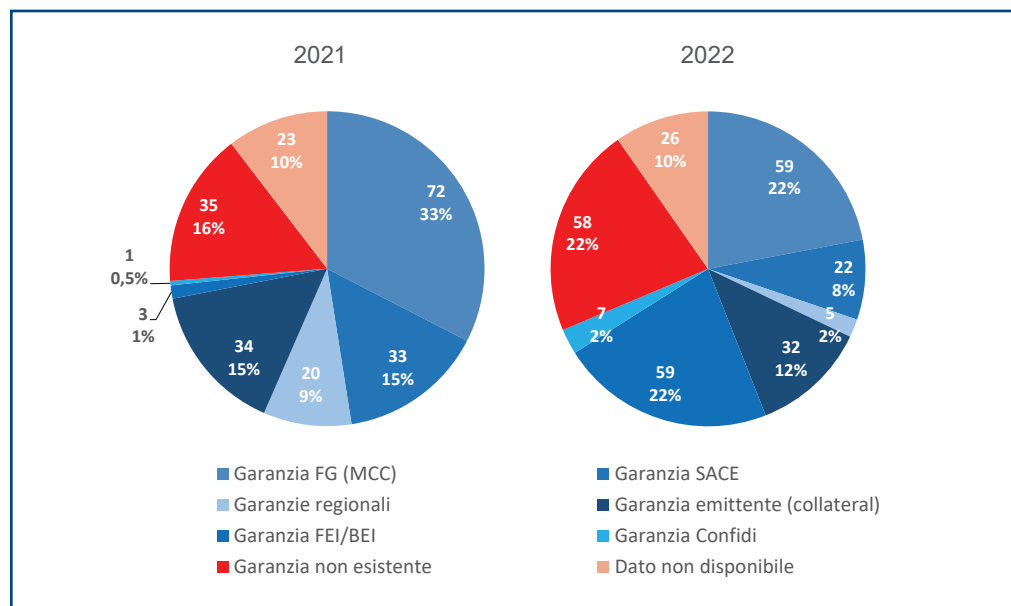
Infine trattiamo il tema degli eventuali *covenant* finanziari offerti dalla società emittente al momento dell'emissione. Una delle problematiche che gli investitori in *minibond* devono affrontare, oltre all'elevato rischio intrinseco del *business* in cui investono, è il pericolo di comportamento opportunistico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

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

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

La Figura 3.17 mostra che il vincolo dei *covenant* finanziari è frequente: compare infatti

**Figura 3.16**  
 Presenza di garanzie relative al rimborso dei *minibond*.  
 Confronto fra il 2021 (221 emissioni) e il 2022 (268 emissioni)



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

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

Il FG può erogare garanzie dirette a banche e intermediari finanziari, oppure contro-garantire quelle erogate dai Confidi sul territorio. Per accedere al beneficio le imprese devono dunque rivolgersi direttamente agli intermediari di loro fiducia. Come evidenziato nel Box 1.3 a pagina 14, il FG interviene anche sui *minibond* (in questo caso la garanzia deve essere richiesta dall'investitore). Fino al dicembre 2022 compreso, limitando l'attenzione ai soli *minibond* (secondo la definizione del D.L. 83/2012) ben 234 titoli sono stati garantiti dal fondo, per un importo coperto pari a oltre € 214 milioni (su un controvalore delle emissioni di oltre € 304 milioni). Il contributo degli ultimi 12 mesi è stato di 39 nuove operazioni, con un importo garantito di quasi € 35 milioni. Inoltre, il FG ha garantito altri 255 titoli di debito, non classificabili come *minibond*, per un totale di € 579 milioni.

Anche SACE sostiene ormai da anni le imprese italiane nei loro processi di internazionalizzazione. Nel 2015 ha promosso l'avvio del Fondo Sviluppo Export con l'obiettivo di sottoscrivere prestiti obbligazionari emessi in prevalenza da Mid-Cap italiane per finanziare gli investimenti previsti a supporto dei piani di crescita internazionale di imprese rappresentative dei settori di riferimento del *made-in-Italy* (come l'industria meccanica, l'*automotive*, l'agroalimentare). Il fondo è stato cofinanziato da SACE e dalla Banca Europea degli Investimenti (BEI) e ha supportato 17 aziende per un importo complessivo di € 231 milioni.

A partire dal 2019 SACE ha avviato una serie di *partnership* con le principali banche e istituzioni finanziarie attive nella sottoscrizione di emissioni obbligazionarie per favorire l'erogazione di credito a supporto dei processi di internazionalizzazione di imprese italiane (si veda ad esempio l'Export Basket Bond Programme citato a pagina 28).

Un ulteriore strumento di SACE (si veda sempre il Box 1.1) è stato 'Garanzia Italia', programma esteso anche ai *minibond*, terminato negli scorsi mesi. Il bilancio totale della misura vede 38 garanzie concesse su crediti per € 154,25 milioni, di cui 11 a favore di PMI per un controvalore di € 28,35 milioni. La nuova garanzia per le aziende colpite da crisi dovuta al conflitto fra Russia e Ucraina (SupportItalia) purtroppo non è attiva sulla forma tecnica dei *minibond*.

### Box 3.1

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



Gianpaolo Pavia  
(Mediocredito Centrale)



Cosimo Matarazzo  
(SACE)

in 713 casi (pari al 48,8% del campione). La presenza dei *covenant* è però meno frequente nel 2022 rispetto al passato, come si osserva dai dati degli ultimi 12 mesi (grafico a destra; siamo al 36,9% contro il 43,4% del 2021). Si può immaginare che l'incremento della disponibilità di garanzie pubbliche abbia reso meno rilevante l'esistenza dei *covenant* espliciti. Essa è relativamente più frequente nelle emissioni con scadenza nel lungo ter-

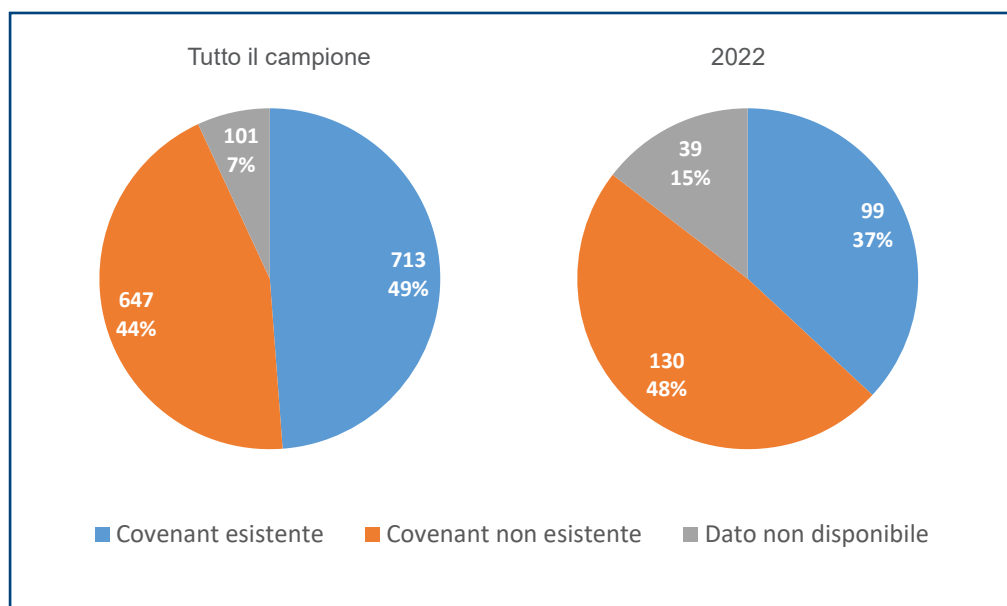


Figura 3.17

Presenza di *covenant* finanziari da rispettare. Confronto fra il campione complessivo di 1.461 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni e il campione del 2022 (268 emissioni)

mine. Coerentemente con le ipotesi avanzate nei Report precedenti, si può pensare che per collocamenti di più piccola dimensione il ricorso ai *covenant* finanziari sia preferito rispetto alle garanzie offerte dall'azienda stessa, per il minore costo di incidenza, così come nel lungo termine si può immaginare che la necessità per i creditori di tutelarsi sia più rivelante.

### Le motivazioni del collocamento

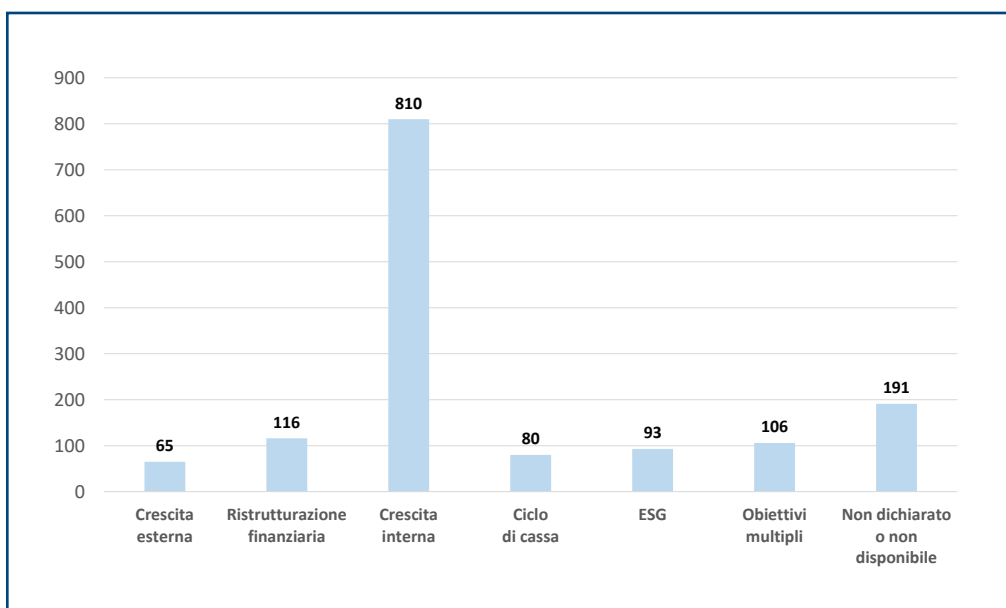
Attraverso documenti pubblicamente disponibili (in particolare i regolamenti dei prestiti e gli articoli della stampa specializzata) sono state analizzate le motivazioni che hanno spinto le imprese ad emettere i *minibond*. Si tratta di un esercizio di analisi basato esclusivamente sulle dichiarazioni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

In particolare sono state identificate cinque motivazioni principali:

1. il finanziamento della crescita 'interna', ovvero la raccolta di capitale per sostenere gli investimenti in ricerca e sviluppo, in nuovi prodotti o l'apertura in nuovi mercati;
2. il finanziamento della crescita 'esterna', attraverso eventuali acquisizioni;
3. la ristrutturazione del passivo dell'impresa, ovvero la rimodulazione del *mix* di finanziamento da terzi; in tal caso la liquidità raccolta servirà per rimborsare debiti in scadenza, ad esempio di natura bancaria;
4. il finanziamento del ciclo di cassa operativo; in tal caso il *minibond* soddisfa l'esigenza di breve termine di assicurare l'equilibrio fra incassi dei crediti e pagamento dei debiti;
5. il miglioramento della *performance* ESG di sostenibilità; si tratta di un tema arrivato sulla scena negli ultimi anni, come evidenziato nelle pagine precedenti; in tal caso il denaro raccolto è utilizzato per finanziare progetti con un impatto in termini sociali o ambientali (ad esempio, efficientamento energetico, riduzione dei rifiuti prodotti, riduzione delle emissioni di gas serra con energia rinnovabile, progetti di *welfare* o di edilizia sociale).

La Figura 3.18 suddivide il campione totale delle emissioni in funzione della motivazione principale dichiarata. Si nota che la determinante principale è il finanziamento della crescita interna, che riguarda il 55,4% delle emissioni (810 casi). Seguono l'obiettivo della ristrutturazione finanziaria del passivo (116 casi, 7,9%) e la volontà di supportare l'equilibrio del capitale circolante (80 casi, 5,5%; si tratta delle cambiali finanziarie e dei titoli *short term*). In 65 casi (4,4%) il *minibond* viene destinato al finanziamento di future acquisizioni esterne e in 93 casi (6,4%, tutti ovviamente molto recenti per cui incidono ancora poco) gli obiettivi sono legati ad un impatto ESG. In 106 casi (7,3%) erano dichiarati obiettivi multipli, non riconducibili prevalentemente ad una delle altre voci.

**Figura 3.18**  
Finalità dichiarate dell'emissione di *minibond* fino a € 50 milioni. Campione: 1.461 emissioni



### Focus: i minibond ESG

La crescente attenzione del mercato finanziario verso la sostenibilità e i temi ESG (Environmental, Social, Governance) sta alimentando le emissioni di titoli obbligazionari come *green bond*, *social bond* e *sustainability-linked bond* che si pongono obiettivi di generare un impatto positivo in termini di sostenibilità.

Secondo BloombergNEF, dopo un picco di emissioni nel 2021, a livello mondiale nel 2022 i *bond* sostenibili hanno raccolto risorse per \$ 865,3 miliardi. La parte del leone nelle emissioni è appannaggio di Stati sovrani, enti sovranazionali e grandi *utility*, ma - come dimostra questo Report - anche fra le PMI si diffonde il ricorso a strumenti di finanziamento ESG.

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

Oltre ai *green bond*, esistono i *social bond* (che finanziano progetti a impatto sociale), i *sustainability bond* (che finanziano progetti con un impatto generale su temi di sostenibilità) e i *sustainability-linked bond* (che prevedono meccanismi per 'agganciare' il rendimento del titolo, e quindi il costo del capitale per l'emittente, ai risultati di impatto del progetto finanziato premiando l'emittente con uno 'sconto' sul tasso di interesse in caso di raggiungimento di un obiettivo prefissato).

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

Per evitare fenomeni di *greenwashing*, l'Unione Europea ha pubblicato una proposta specifica<sup>2</sup> su "EU Green Bond Standard" che le imprese possono adottare, in linea con le regole della Tassonomia UE (che definisce i requisiti minimi affinché un progetto o un'attività economica possa essere definita 'sostenibile'). Proprio nei giorni scorsi, la proposta è stata fatta propria dagli organi politici dell'Unione e si procederà quindi verso la creazione formale di un Green Bond Standard europeo (EuGb).

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

Partendo dal nostro *database* di 1.461 emissioni, abbiamo individuato i casi in cui il progetto finanziato è caratterizzato da un impatto dichiarato, primario e significativo utilizzando i 6 pilastri della Tassonomia UE (Regolamento 2020/852), ovvero: (i) mitigazione del cambiamento climatico, (ii) adattamento al cambiamento climatico, (iii) uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e marine, (iv) transizione verso l'economia cir-



**Fabrizio Negri**  
(Cerved Rating Agency)

"Le potenzialità del mercato italiano dei minibond - nonostante inflazione, tassi e mercato energetico che impediscono il riassorbimento del rischio di credito rispetto al pre-Covid - rimangono incoraggianti. Secondo le nostre analisi vi sono oltre 1.000 imprese con fondamentali abbastanza solidi da poter emettere nell'anno ben 13,1 miliardi di euro di minibond, di cui oltre la metà green"

<sup>2</sup> Il documento è disponibile sul sito:  
[https://ec.europa.eu/info/files/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en)

**Box 3.2**

PMI, finanza e sostenibilità: una ricerca del Forum per la Finanza Sostenibile



**Arianna Lovera**  
(Forum per la Finanza Sostenibile)

*“Le PMI si stanno avvicinando al tema della sostenibilità, che però in molti casi rimane un’opportunità da cogliere in futuro piuttosto che un approccio già integrato nei processi aziendali. Occorre dunque supportare le imprese verso una rapida ed efficace transizione ecologica: la finanza sostenibile può ricoprire un ruolo essenziale in questo processo”*

Nell’ambito delle Settimane dell’Investimento Sostenibile e Responsabile (Settimane SRI) 2022 è stata presentata la ricerca “PMI italiane e transizione ecologica: profili ESG e finanza sostenibile”, condotta dal Forum per la Finanza Sostenibile in collaborazione con Cerved Group e Cerved Rating Agency. Dall’indagine, che ha coinvolto 415 PMI prevalentemente attive nei settori più coinvolti dalla transizione ecologica, emerge che per oltre il 45% di esse la sostenibilità riveste un ruolo “importantissimo” o “molto importante” in azienda, guidando le scelte strategiche e di investimento. A queste si aggiunge il 39% degli intervistati che le attribuisce un ruolo abbastanza importante. I settori più attenti ai temi della sostenibilità sono il manifatturiero e le utility. Tuttavia, rispetto al livello di conoscenza e all’applicazione concreta degli aspetti ESG rimangono ancora significativi spazi di miglioramento: il 40% delle imprese non sa stimare l’entità della propria esposizione ai rischi climatici e solo il 10% ha adottato misure di adattamento al cambiamento climatico.

La catena del valore rappresenta il primo elemento che porta a includere i temi di sostenibilità nelle strategie aziendali e nei processi produttivi: le aziende dichiarano, infatti, che nell’ultimo anno hanno ricevuto richieste su questi temi soprattutto da parte di clienti, sia imprese, sia individui (30%), e fornitori (18%). Altre pressioni arrivano dalle banche (13,5%) e dagli investitori (4%).

Rispetto ai rischi connessi a una maggiore attenzione agli aspetti di sostenibilità, emerge un’importante convergenza sulla necessità di sostenere maggiori costi di gestione (citata dal 42,5% degli intervistati), ascrivibili per esempio all’implementazione di processi di reportistica e comunicazione, all’aggiornamento continuo sui temi ESG e all’integrazione di nuove attività nel business. Altro rischio identificato è quello legato alle difficoltà burocratiche (32,5%), seguite dalla necessità di adeguare e integrare le competenze interne (22%). Le principali opportunità individuate sono collegate ai maggiori vantaggi reputazionali (citati dal 39% degli intervistati), oltre che ai risparmi derivanti dai processi di efficientamento energetico (36,5%).

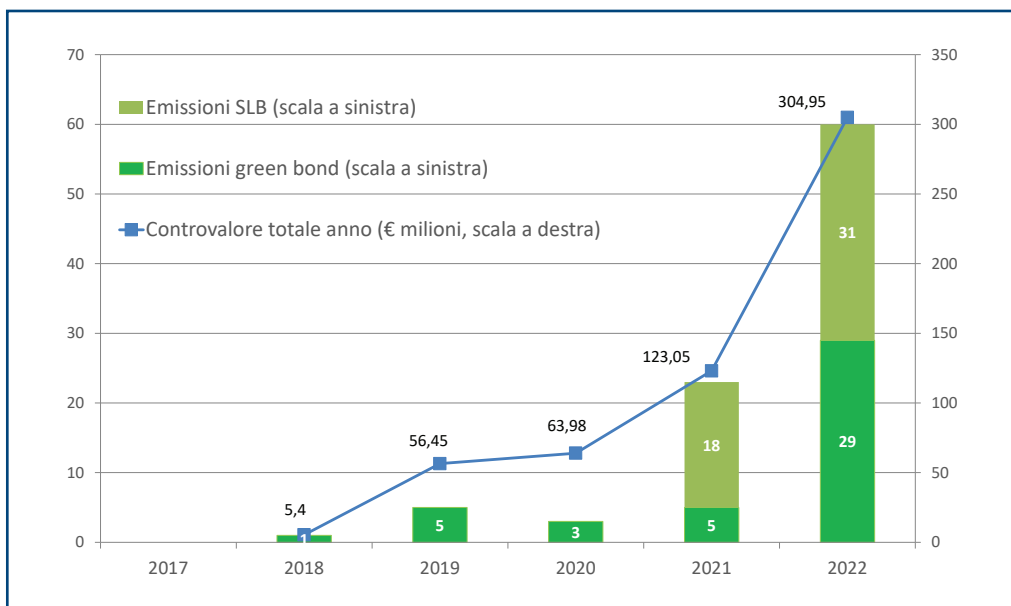
In merito agli strumenti finanziari e, in particolare, alla finanza sostenibile, circa il 70% delle società intervistate si rivolge abitualmente a istituti di credito. Tuttavia, nonostante rapporti consolidati, solo il 17% ha usufruito di finanziamenti legati a progetti di sostenibilità. Sono soprattutto le PMI del settore logistico (21%) e le utility (40%) ad aver richiesto tale supporto. Meno della metà (il 41,5%) delle aziende è a conoscenza del fatto che gli aspetti ESG saranno integrati nelle analisi del merito di credito. Potrebbe spiegarsi anche così la scarsa disponibilità di dati che le PMI sono in grado di fornire: in effetti, solo il 7,5% rende disponibili informazioni sui temi ESG ai dipendenti e agli stakeholder esterni (investitori, fornitori e clienti).

Infine, è stato approfondito il ricorso a strumenti finanziari diversi dal credito legati ad aspetti ESG (per esempio, le emissioni di green bond o l’accesso a fondi di private equity e private debt). Solo il 3% ha già sperimentato il loro utilizzo – con riferimento soprattutto al private debt – principalmente per finanziare l’implementazione di soluzioni per il trasporto a basso impatto ambientale e per una gestione più sostenibile delle risorse naturali.

colare, con riferimento anche a riduzione e riciclo dei rifiuti, (v) prevenzione e controllo dell’inquinamento, (vi) protezione della biodiversità e della salute degli eco-sistemi. Il risultato della ricerca è evidenziato nella Figura 3.19, che distingue anche per tipologia di strumento.

**Figura 3.19**

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



C'è un notevole potenziale di investimento per i collocamenti privati di obbligazioni emesse da PMI italiane, secondo Cerved Rating Agency. Nella sua revisione annuale del mercato, l'agenzia partendo da un campione di 19.000 piccole e medie imprese ha selezionato le società non finanziarie con ricavi compresi tra €5 milioni e €500 milioni e ha applicato una serie di criteri finanziari stringenti, basati sull'analisi di *benchmark* e sul *know-how* degli analisti, volti a identificare società con solidi profili finanziari che potessero garantire un'emissione di *minibond* senza pregiudicare il proprio equilibrio economico-finanziario. Il risultato è una rosa di 1.087 nuove aziende emittenti, il 77% delle quali localizzate nel Nord Italia. Ipotizzando un importo di emissione pari all'ultimo EBITDA disponibile per ciascuna società ammissibile, il potenziale totale dei *minibond* è stato stimato in € 13,1 miliardi.

Inoltre, Cerved Rating Agency ha riscontrato un significativo potenziale di emissione di *minibond* anche per il comparto *green*. Partendo dalle 1.087 emittenti ideali, ha applicato uno *screening* ESG, basato sul settore aziendale. Più specificamente in questo contesto, l'attenzione si è spostata su quelle società che potrebbero essere interessate dalla tassonomia dell'UE in quanto operanti in settori *transitional* ed *enabling*. Il gruppo di esperti tecnici dell'UE ha utilizzato i dati sulle emissioni per identificare i macrosettori NACE con i maggiori impatti sui cambiamenti climatici; pertanto, le società operanti in questi settori sono state considerate potenziali *target* per l'emissione di *mini-green bond*. Le attività di queste imprese possono contribuire in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici riducendo le emissioni di gas a effetto serra o migliorandone l'assorbimento e potrebbero essere soggette a significative esigenze di investimento per soddisfare i requisiti minimi di performance ambientale in linea con le evoluzioni tecnologiche attese.

Il risultato è un sottoinsieme di 537 società potenzialmente idonee per l'emissione di *mini-green bond*. Ipotizzando un importo emissibile pari all'ultimo EBITDA disponibile per ciascuna società *target*, il controvalore potenziale totale dei *mini-green bond* è stato stimato in € 6,7 miliardi. Quindi, è stata condotta un'analisi di sensitività per verificare la resilienza di questo potenziale a fronte di uno scenario peggiorativo caratterizzato da un contesto recessivo per l'Italia, persistenza di pressioni inflattive trainate dai prezzi energetici e da una politica monetaria sempre più restrittiva. In questo caso il numero di imprese *eligible* per emettere *minibond green* scenderebbe dalle 537 dello scenario base a 440 mentre il potenziale *green* si manterrebbe comunque ad un livello di € 6,1 miliardi, confermando la buona solidità dei fondamentali delle imprese *target*.

A livello di distribuzione geografica, la ricerca ha individuato nel Nord-ovest 204 imprese con un potenziale di emissione di € 2,9 miliardi, nel Nord-est 223 aziende e € 2,7 miliardi, al Centro 63 emittenti con € 0,6 miliardi, al sud 40 imprese con € 0,4 miliardi e nelle isole 7 potenziali emittenti con € 0,06 miliardi. Si tratta di imprese per la maggior parte contraddistinte da un fatturato fra i 50 e i 500 milioni di euro (77,8%) ma appare comunque rilevante il potenziale delle piccole imprese ovvero con un fatturato che oscilla fra i 5 e i 50 milioni di euro (22,2%). Per quanto riguarda i macrosettori di provenienza delle imprese *target*, emerge una concentrazione preponderante nelle attività manifatturiere (71,9%) legate alla transizione sostenibile, seguite da un 7,3% operanti nel settore delle costruzioni e dell'immobiliare *green*.

### Box 3.3

Il mercato potenziale per i *minibond green*

(a cura di Cerved Rating Agency)

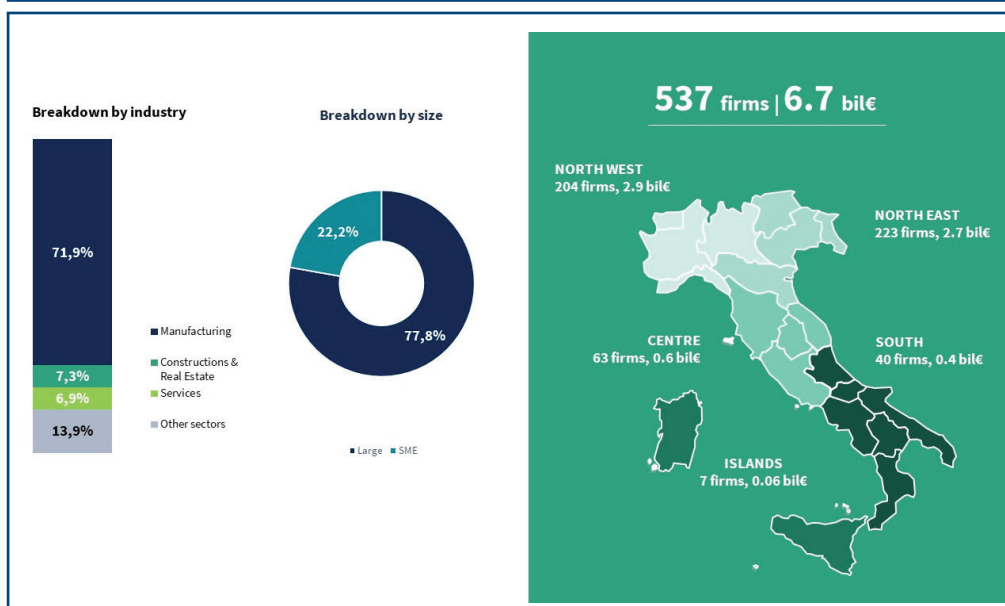


Figura 3.20

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

## Box 3.4

Casi di studio di emittenti di *minibond* ESG



Salvatore De Riccardis  
(Fonderie De Riccardis)



Nicola Basso  
(Horsa)



Gianpaolo Castellano  
(Gaia Energy)



Bruno Pianetti  
(Planetel)



Fabrizio Piomboni  
(Progetto Energia Futura PEF)

#### Fonderie Orazio e Fortunato De Riccardis Srl

Società di Soletto (LE), che produce getti di ghisa per applicazioni meccaniche, soprattutto ad elevato contenuto tecnologico. Il suo *minibond*, del valore complessivo di € 5,3 milioni, fa parte della seconda *tranche* di 'Puglia Basket Bond' dello scorso dicembre. L'obiettivo dell'emissione è stato quello di introdurre all'interno del ciclo produttivo forni elettrici di ultima generazione, supportati da un nuovo impianto fotovoltaico e da un sistema di fornitura delle materie prime. Salvatore De Riccardis, titolare dell'azienda, sottolinea come la società abbia introdotto degli aspetti di autodisciplina sempre più votati all'efficienza, come la certificazione del *rating*, la certificazione del bilancio e una maggiore attenzione ai temi ESG. Le *asset-backed securities* (ABS) prodotto della cartolarizzazione sono state sottoscritte da CDP, Mediocredito Centrale e Unicredit che ha agito anche da *arranger* dell'operazione e *originator* della cartolarizzazione.

#### Horsa SpA

Horse è specializzata in soluzioni ERP, CRM, Business Analytics e Technology per le imprese. Lo scorso ottobre la società ha emesso un *sustainability-linked minibond* raccogliendo € 5 milioni, sottoscritto da Unicredit. La società si è impegnata su clausole legate alla sostenibilità, con l'obiettivo di migliorare il *rating* ESG determinato da Cerved su base annuale. In particolare, la cedola annuale pari a 1,60% potrà variare di più o meno 10 *basis point* in base al miglioramento (o meno) del *rating* ESG. Il CEO di Horsa, Nicola Basso, ha così commentato l'operazione: "Abbiamo un piano di crescita ambizioso per i prossimi anni: questa operazione darà ulteriore sostegno alla crescita, mantenendo una forte impronta sulla sostenibilità".

#### IRR Caserta Srl

IRR Caserta è il veicolo promosso da Gaia Energy, società di Gricignano di Aversa (CE) che produce ed installa impianti di produzione energetica da fonte rinnovabile creati su misura per le aziende. Nel dicembre 2020 la società si è finanziata con un *minibond* da € 5 milioni, cedola variabile, scadenza 2041, quotato su ExtraMOT PRO<sup>3</sup> e sottoscritto da Foresight Group. Nella seconda parte del 2022 il fondo ha approvato un *top-up* di ulteriori € 5,1 milioni del *green bond*, portando quindi l'importo complessivo a € 10,1 milioni. L'obiettivo è quello di investire nella realizzazione di ulteriori impianti fotovoltaici (dopo gli 11 realizzati con il precedente finanziamento) e in progetti relativi allo sviluppo delle comunità energetiche locali. Gianpaolo Castellano, CEO di Gaia Energy, ha sottolineato come la missione dell'impresa sia la promozione delle energie rinnovabili e dell'efficientamento energetico: il *minibond* è stato lo strumento ideale per attrarre investitori che credono, valorizzano e promuovono la sostenibilità.

#### Planetel SpA

L'azienda, con sede principale a Treviolo (BG), è tra i *leader* del mercato italiano dei servizi Internet a banda ultralarga, nello sviluppo di soluzioni IT e di *network* integrate per medie e grandi aziende. Dopo una prima emissione nel 2020, Planetel ha collocato nel 2022 un *sustainability-linked minibond* del controvalore di € 3,5 milioni e scadenza 2027, sottoscritto da Unicredit. L'azienda è da tempo attenta ai temi della sostenibilità e 'scommette' su un ulteriore miglioramento del proprio *rating* ESG, fissato dall'agenzia internazionale EcoVadis: il tasso di interesse annuale del *minibond* potrà beneficiare di una riduzione di 5 punti base in caso di miglioramento del *rating*, o subirà un incremento dello stesso valore in caso di peggioramento. Bruno Pianetti, Presidente e AD di Planetel, ha così commentato: "Fare impresa oggi non è più attuale senza una strategia che integra fattori produttivi e fattori ESG. Si tratta di cambiare punto di vista, adottando un approccio olistico".

#### Progetto Energia Futura (PEF) SpA

Progetto Energia Futura (PEF) SpA è stata fondata nel 2006 a Barberino Tavarnelle (FI); opera nel settore delle energie rinnovabili commercializzando impianti fotovoltaici chiavi in mano, soluzione per il solare termico e termodinamico, le caldaie a *pellet*, gli infissi ad alte prestazioni energetiche, pompe di calore, edifici in bioedilizia.

A fine gennaio 2022 la società ha collocato il suo primo *green bond*, sottoscritto interamente dal Programma VITA Superbonus di LBO France nell'ambito dei 'Property Improvements Bond'. Il *minibond* del valore totale di € 4,34 milioni ha una durata di 18 mesi e un tasso di interesse annuale pari al 6%. Esso si è reso necessario per poter soddisfare l'enorme richiesta di interventi di efficientamento energetico, facilitata dal Superbonus 110%. Fabrizio Piomboni, AD di PEF SpA, ha sottolineato come la disponibilità dell'investitore dimostri una fiducia da parte del mercato per progetti eco-compatibili ed un atteggiamento positivo nei confronti dell'ambiente.



Inesistenti fino al 2017, dal 2018 i *minibond green* hanno cominciato a muovere i primi passi dal 2018. L'anno di svolta è stato il 2021, con 5 emissioni che si sommano a 18 *sustainability-linked minibond*. Nel 2022 abbiamo ben 60 collocamenti suddivisi fra 29 green bond e 31 indicizzati a parametri ESG; la raccolta totale è stata di € 304,95 milioni che rappresenta il 18,5% del mercato intero dei *minibond* in Italia.

È molto probabile che nei prossimi mesi ci sia una crescita delle emissioni di *minibond* ESG. Diversi fondi di credito si stanno organizzando per essere accreditati sotto l'Articolo 8 del Regolamento UE SFDR, ovvero come fondi che integrano nel processo di investimento, fra l'altro, valutazioni legate alla sostenibilità. Una recente ricerca del Fondo Europeo per gli Investimenti ("EIF Private Debt Survey 2021: ESG considerations in the lending strategy of private debt funds") mostra che nell'Unione Europea il 13% dei fondi di credito intervistati considera i fattori ESG fra i temi più importanti nella valutazione dei propri investimenti. Il 75% di essi ha incorporato considerazioni legate alla sostenibilità nella scelta di tutti gli investimenti in portafoglio.

Abbiamo già evidenziato che nel 2022 alcuni progetti di Basket Bond hanno puntato esplicitamente al fattore ESG (il Basket Bond Energia Sostenibile promosso da Eni, ELITE e Illimity Bank; il Basket Bond ESG di CDP e Unicredit; i Property Investments Bond del programma VITA Superbonus di LBO France).

Nelle pagine precedenti il Box 3.3 riporta i risultati di una ricerca condotta da Cerved Rating Agency sulle potenzialità di sviluppo dei *minibond green* in Italia. Ci sono dunque tutte le premesse affinché il tema della sostenibilità sia un'ulteriore chiave di attrazione per le PMI verso i *minibond*.

Nella pagina accanto, invece, il Box 3.4 riporta invece alcuni casi di studio su imprese emittenti di *minibond* ESG incluse nel nostro campione.



**Danilo Maiocchi**  
(Innexta)

*"La sostenibilità è sempre più un elemento decisivo per la valutazione di un investimento, non tanto per la normativa che impone nuove regole, quanto per la coscienza sociale che la accompagna. Sulla spinta del Sistema Camerale italiano e in collaborazione con realtà leader internazionali, Innexta ha elaborato uno score per aiutare le imprese a valutare il proprio grado di compliance con i criteri ESG orientati al mondo del debito. ESGPass sarà messo a disposizione anche di tutte le imprese che desiderino emettere bond ESG"*



## 4. Gli attori della filiera

In questo capitolo analizziamo come nel 2022 si è evoluta la filiera degli attori presenti sul mercato dei *minibond*.

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

### I consulenti finanziari: gli *advisor*

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

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

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

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

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

Tendenzialmente i consulenti esistenti sul mercato sono molti (e lavorano individualmente o in associazione); le loro *fee* di norma sono ripartite in una componente fissa (*retainer*) e una *success fee* nel caso il collocamento venga deliberato dall'impresa. Quelli più attivi sul mercato (escludendo quelli che svolgono anche funzione di *arranger*) sono stati nel 2022: ADB Corporate Advisory, AD Capital Consulting, A.M.U. Investments



**Enrico Duranti**  
(ADB  
Corporate Advisory)

*“Gli attuali tassi e il contemporaneo aumento dell’inflazione contribuiscono a tratteggiare uno scenario che spinge sempre più imprese a ragionare su altre forme di finanziamento complementari al canale bancario. Le indicazioni sempre più stringenti per le banche in termini di capital ratios comporteranno inevitabilmente una contrazione degli affidamenti. Quello che vediamo in questo periodo di incertezza sui mercati è un aumento della tendenza al tasso variabile e non più fisso”*



**Sabrina Setini**  
(Orrick)

“Dopo un biennio all’insegna della normativa emergenziale - che largamente ha contribuito a sostenere il mercato dei minibond - con l’accordo provvisorio raggiunto recentemente sulle nuove ‘obbligazioni verdi europee’ (EuGB) stiamo assistendo ad un nuovo passo che l’Unione Europea compie verso la realizzazione degli obiettivi di ecosostenibilità prefissati: se questo possa influenzare e contribuire alla crescita anche della filiera dei minibond green è ancora da appurare ma, indubbiamente, i legislatori europei e nazionali ed il mercato degli investitori si stanno inesorabilmente muovendo in tale direzione”

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

## I consulenti legali

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

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

Anche in questo caso, senza pretesa di essere esaustivi, i *player* più attivi nel 2022 sono stati: Orrick, Advant NCTM, Ashurst, Chiomenti, DWF, Grimaldi Studio Legale, Latham & Watkins, Legance Avvocati Associati, LX20 Law Firm, R&P Legal, Simmons & Simmons, Studio Gatti Pavesi Bianchi Ludovici, Studio Legale Cappelli RCCD.

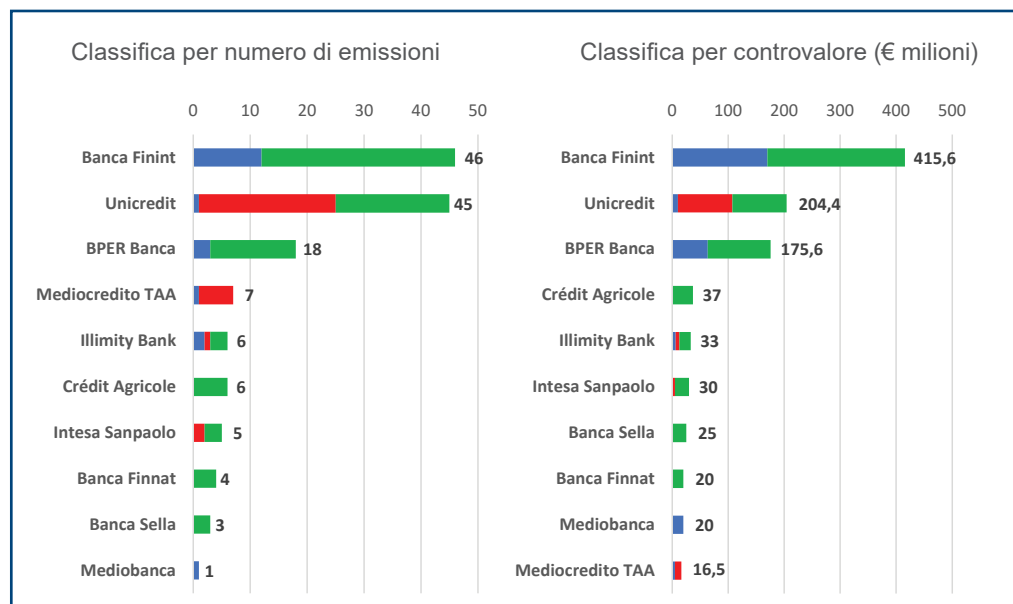
## Gli arranger

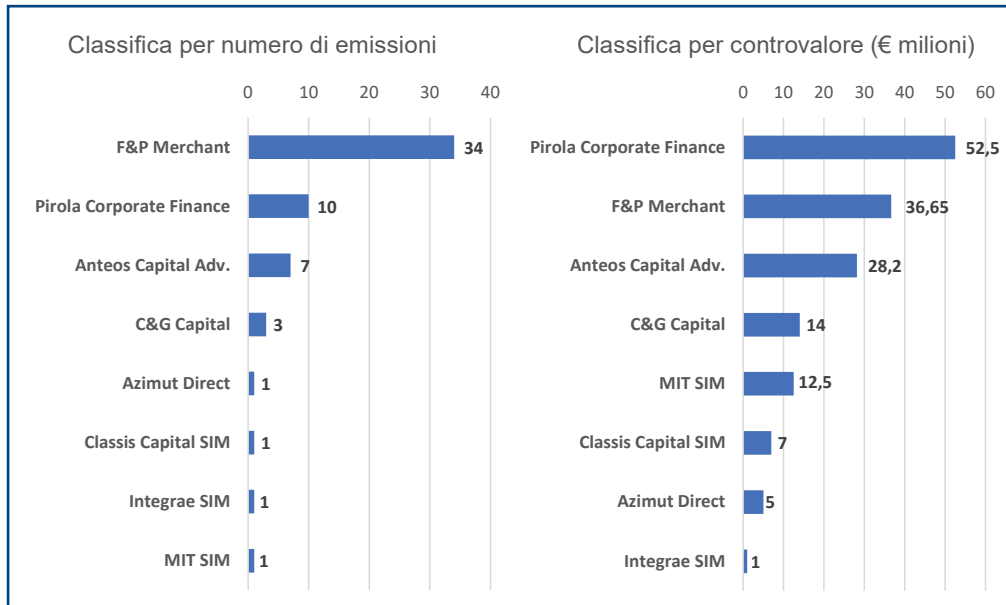
L’arranger è incaricato della vera e propria strutturazione del collocamento, e per conto dell’impresa emittente si interfacerà con il mercato dei potenziali investitori. Si tratta quindi di una figura chiave, benché i compiti di cui si occupa possono essere abbastanza diversificati (e a volte la distinzione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

La Figura 4.1 descrive le quote di mercato nel 2022 per gli *arranger* bancari, sia per numero di operazioni, sia per controvalore complessivo. In rosso è evidenziato il contributo che deriva dai *minibond ‘captive’* per come sono stati definiti all’inizio del capitolo, ovvero titoli originati e sottoscritti interamente da un unico gruppo finanziario; viene anche evidenziato in verde il contributo dei *basket bond*. Quest’anno Banca Finint è in testa sia per numero di emissioni (46) che per controvalore (€ 415,6 milioni) mentre Unicredit è

**Figura 4.1**

Gli *arranger* bancari più attivi sul mercato dei *minibond* fino a € 50 milioni nel 2022. Sono incluse nei conteggi le emissioni di società finanziarie (codice ATECO K) e i veicoli per le acquisizioni. In rosso il contributo dei *minibond ‘captive’* originati e sottoscritti al 100% da un unico gruppo finanziario. In verde il contributo dei *basket bond*.





**Figura 4.2**

Gli *arranger* non bancari più attivi sul mercato dei *minibond* fino a € 50 milioni nel 2022. Sono incluse nei conteggi le emissioni di società finanziarie (codice ATECO K) e i veicoli per le acquisizioni.

al secondo posto con 45 *deal* per un totale di € 204,4 milioni. Al terzo posto c'è BPER Banca con 18 titoli e € 175,6 milioni. Si può notare come nel 2022 sia stato molto importante il contributo dei Basket Bond.

La Figura 4.2 riporta invece la situazione degli *arranger* non bancari. Al primo posto per numero di *minibond* curati c'è Frigiolini & Partners Merchant (34) che però scende al secondo posto se guardiamo al valore (€ 36,65 milioni), dove primeggia Pirola Corporate Finance (€ 52,5 milioni, con 10 emissioni). Anteos Capital Advisors è al terzo posto con 7 *minibond* da € 28,2 milioni.



**Simone Brugnera**  
(Banca Finint)

*“Il 2022 ci ha permesso di seguire diverse operazioni di taglio superiore alla media (tra 25 e 35 milioni di euro): è questo un segnale importante che anche aziende Mid-Cap più strutturate, con più facile accesso al mercato tradizionale, apprezzano le caratteristiche dello strumento e ne colgono gli effetti positivi”*

### Le società di rating

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

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

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

In Italia nel 2022 il mercato dei *minibond* ha visto sempre 3 agenzie attive:

- Cerved Rating Agency, che ha emesso durante l'anno 20 nuovi *rating* (di cui 10 pubblici e 10 privati) più 136 aggiornamenti su valutazioni precedenti (è interessante notare che tra questi ultimi abbiamo 65 conferme, 16 *downgrade*, 33 ritiri e 22 *upgrade*);
- CRIF Ratings, con 1 nuovo *rating solicited* più 19 aggiornamenti su emissioni precedenti, di cui 13 *unsolicited*;
- modefinance, con 10 *rating* su nuove emissioni del 2022 (di cui 6 *investment grade*) e 57 revisioni di emittenti già note al mercato, cui si sommano altri 55 *rating* su emittenti che non hanno poi collocato titoli (in gran parte si tratta di imprese che hanno partecipato al bando dei progetti di *basket bond* regionali).



**Diego Pelizzari**  
(Mediocredito  
Trentino Alto Adige)

“Nel 2022 è stata interessante l’esperienza con alcune aziende che hanno emesso il loro primo minibond per sviluppare progetti sostenibili, con obiettivi di climate change mitigation ed economia circolare”

## Gli investitori

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

I sottoscrittori tipici delle emissioni di *minibond* sono quindi gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (fondi aperti e chiusi, fondi alternativi, fondi pensione), banche, assicurazioni, SIM, casse previdenziali, finanziarie regionali e fondazioni. È opportuno ricordare che, in base alle nuove normative richiamate nel Capitolo 1, i portali autorizzati di *equity crowdfunding* possono collocare *minibond* di Società per Azioni, limitandosi a investitori professionali e a particolari classi di investitori *retail*, come si è precisato nel Capitolo 1.

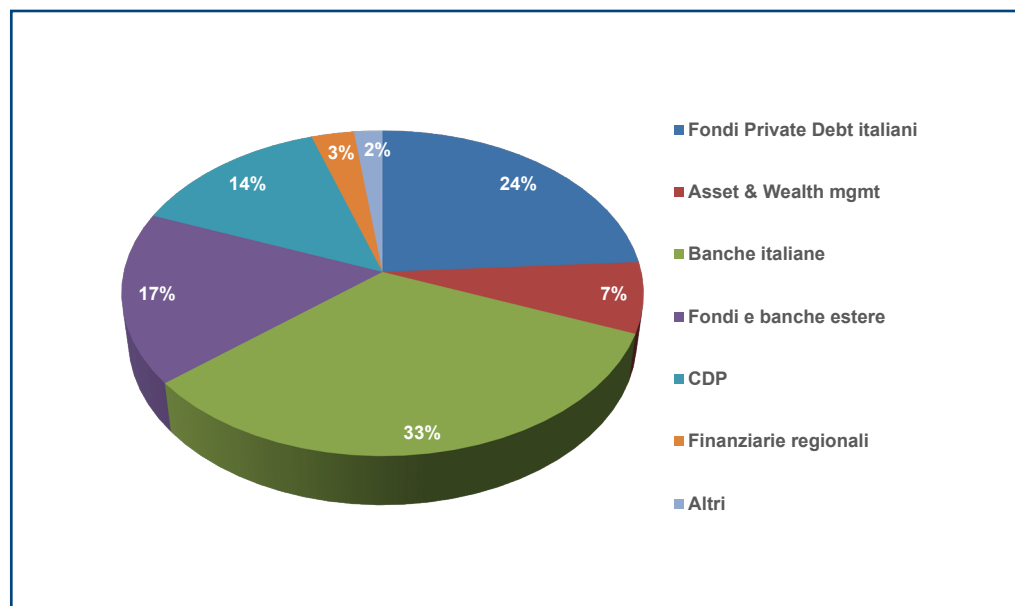
La Figura 4.3 riporta i dati sugli investitori dei *minibond* emessi nel 2022, raccolti da fonti pubblicamente disponibili e da quelle fornite gentilmente dai protagonisti del mercato, con una copertura complessiva del controvalore collocato pari all’81%. Anche quest’anno troviamo in cima alla classifica le banche italiane, con una quota in lieve crescita in valore assoluto ma percentualmente in calo fino al 33% (era il 43%); i fondi italiani di *private debt* sono stabili con una quota del 24%. Sono ancora assenti le assicurazioni (che per il momento investono indirettamente attraverso i fondi, così come le casse di previdenza) mentre i soggetti stranieri crescono fino al 17%, con un interesse maggiore rispetto all’anno scorso. Tiene le posizioni la quota dell’industria dell’*asset & wealth management* (fondi aperti, *private banking*, SIM) con il 7% mentre la Cassa Depositi e Prestiti balza al 14% (l’anno scorso era al 9%). Completano il quadro le finanziarie regionali (in realtà solo alcune di esse sono attive in questo ambito) con il 3%.

## Le banche agenti e le banche depositarie

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

**Figura 4.3**

La ‘mappa’ degli investitori nei *minibond* nel 2022. Copertura del campione: 81% del valore emesso sul mercato



Nel primo ambito, si tratta di tutte le pratiche di dematerializzazione dei titoli (avendo come controparte Monte Titoli) e di attribuzione del codice ISIN (in tal caso la controparte è Banca d'Italia). Parliamo di processi abbastanza standardizzati, ma che le PMI spesso tendono ad affidare in *outsourcing* ad esterni specializzati al fine di minimizzare costi e *time to market*, il più delle volte appartenenti a gruppi bancari. I *player* con la maggiore quota di mercato sui *minibond* italiani sono Banca Finint, BNP Paribas Securities Services, Deutsche Bank, Bank of New York Mellon. Nelle emissioni più piccole si distingue la Banca di Credito Cooperativo di Cherasco.

Sempre nei confronti dell'emittente, un altro ruolo importante è quello della 'banca pagatrice', che consiste nel generare gli accrediti al servizio di cedole e capitale a favore degli investitori, interfacciandosi con Monte Titoli. Questo ruolo è tipicamente svolto dallo stesso soggetto, se bancario, che cura le attività prima menzionate.

Nei confronti degli investitori, le banche depositarie svolgono un ruolo importante nella filiera dei *minibond* per la custodia dei titoli, nel momento in cui dovessero essere dematerializzati (strada obbligata se i *minibond* saranno quotati su un mercato borsistico).

### Portali dedicati ai *minibond*

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

BeBeez.it è senza dubbio il punto di riferimento principale. È una testata giornalistica *online* fondata da Stefania Peveraro, registrata al Tribunale di Milano e dedicata alla finanza d'impresa e più specificamente a *private equity*, *private debt*, *venture capital*, ri-

Il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI), parte del Gruppo Banca Europea per gli Investimenti e con *rating* AAA, è uno degli investitori più attivi in Europa nel settore del *private debt*. Il fondo investe in fondi di credito e in Italia a partire dal 2015 ha giocato il ruolo di *cornerstone investor* con 10 operatori del settore, fra cui *first-time teams* e attori emergenti focalizzati sulle PMI.

Nel 2022 il FEI è stato uno dei principali *partner* esecutivi del programma InvestEU, mobilitando ingenti fondi pubblici e privati per sostenere una ripresa e uno sviluppo sostenibili. Il fondo fa da catalizzatore rispetto a investimenti in linea con le principali priorità europee, come il Green Deal, la transizione digitale e il sostegno alle PMI. Il programma si compone di tre linee: il Fondo InvestEU, il polo di consulenza InvestEU e il portale InvestEU. Il Fondo InvestEU opera attraverso vari *partner* finanziari che, facendo leva su garanzie UE per € 26,2 miliardi, sono riusciti a mobilitare almeno € 372 miliardi in investimenti aggiuntivi.

Si prevede che il FEI sbloccherà risorse aggiuntive per i gestori di fondi di *private debt* nei prossimi 5 anni nell'ambito del programma InvestEU, con particolare attenzione agli attori emergenti focalizzati su finanziamenti a PMI, società a piccola e media capitalizzazione, investimenti responsabili e attenti alla parità di genere.

In relazione alla finanza sostenibile, una maggiore attenzione sarà data sempre più ai fondi che incorporano criteri ESG nel loro processo di investimento (tra l'altro attraverso un questionario e un punteggio ESG su misura) e/o che dimostrano una strategia di investimento con un definito impatto ambiente e/o sociale. Nel 2022, le risorse del FEI sono state principalmente destinate ai fondi 'Articolo 8' e 'Articolo 9' secondo la definizione SFDR.

In quanto parte del gruppo BEI, il FEI intende incrementare la quota di prestiti *green* (€ 1.000 miliardi di investimenti entro il 2030) e già dal 2020 ha allineato le sue strategie di finanziamento ai principi e agli obiettivi dell'accordo di Parigi, imponendo ai fondi *partner* di escludere investimenti in alcuni settori inquinanti. Quelli con *asset under management* superiori a € 500 milioni dovranno inoltre conformarsi alle raccomandazioni della Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD).

Nello spirito del Regolamento Tassonomia dell'UE, il FEI si è dotato di criteri e *standard* per erogare prestiti a PMI e Mid-Cap allineati con i 6 pilastri della tassonomia 'verde'. L'obiettivo sarà quello di sostenere, direttamente o indirettamente, la lotta contro il riscaldamento globale, la transizione energetica, la mitigazione dei rischi climatici. Saranno dunque privilegiati gli investimenti in imprese impegnate sui principali obiettivi europei di transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio e, in ultima analisi, verso un'economia 'net-zero'.

#### Box 4.1

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



Francesco Battazzi  
(Fondo Europeo per gli  
Investimenti)



**Alberto Lampertico**  
(Riello Investimenti  
Capital Partners)

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

#### Box 4.2

AIFI e il mercato del *private debt*

strutturazioni aziendali e *non performing loans*, *real estate* ed *equity crowdfunding*. La sezione sul *private debt*, in particolare, pubblica frequenti notizie sul mondo dei *minibond* e sui suoi protagonisti: nuove emissioni, fondi di investimento, imprese emittenti. BeBeez è edita da EdiBeez Srl, che pubblica anche [Crowdfundingbuzz.it](http://Crowdfundingbuzz.it).

Nel 2019 il portale ha lanciato BeBeez Private Data, il database che mappa tutte le aziende partecipate dai fondi di *private equity* e *venture capital* e finanziate dai fondi di *private debt* o che comunque hanno emesso titoli di *private debt* o sono state finanziate in *direct lending* (anche sulle piattaforme *fintech*).

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

Nelle pagine precedenti si è evidenziato che la tipologia degli investitori che sottoscrivono i *minibond* sul mercato primario (e tendenzialmente potrebbero comprare anche sul mercato secondario, ad esempio su ExtraMOT PRO<sup>3</sup>) è abbastanza variegata. Molti di essi però considerano questi titoli come un'opportunità di diversificazione del rischio e degli impieghi, offrendo magari un premio di remunerazione rispetto ad *asset* ben più liquidi quali le obbligazioni emesse dalle grandi imprese e i *sovereign bond*. Vale la pena quindi focalizzare l'attenzione sugli investitori che sono invece specializzati nell'investimento in *minibond*. Essi si posizionano in un ambito peculiare rispetto alle altre *asset class* disponibili. Da un lato condividono logiche di investimento di tipo *buy-and-hold*, simile a quelli dei fondi di *private equity* (e non a caso il modello utilizzato è quello dei fondi chiusi, che permettono di disporre del capitale nel lungo termine); dall'altro, trattandosi di titoli di credito, essi prestano attenzione non tanto alla possibilità di *upside* del rendimento quanto alla minimizzazione del rischio di insolvenza.

I fondi di investimento specializzati nei *minibond* sono veicoli di investimento (di diritto italiano o estero) che allocano le proprie risorse prevalentemente o esclusivamente in titoli di debito. Essi raccolgono una serie di *commitment* da parte di possibili investitori quali possono essere gruppi bancari, fondi di fondi, società assicurative, fondazioni. Il

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

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

Le statistiche ufficiali presentate semestralmente continuano a mostrare un mercato in espansione con offerta diversificata di sottoscrizione di debito ed erogazione di finanziamenti: esse sono consultabili al link [www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/](http://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/).

Ad ottobre 2022 si è tenuta la quinta edizione del Private Debt Award che ha premiato le migliori operazioni realizzate nel corso del 2021, tra un cospicuo numero di candidature, e dedicato un premio a Fabrizio Saccomanni, in memoria del suo grande impegno governativo a favore della crescita del mercato.

L'Associazione dedica grande attenzione all'educazione finanziaria. Tramite il sito AIFI è possibile consultare la Guida “I fondi di *private debt*. Un percorso per il mercato”. Con una logica di domande e risposte, il documento presenta un percorso per il mercato, costruito con l'obiettivo di mettere in luce quando e perché rivolgersi ad un fondo di *private debt* e le differenti tipologie di operatori di *private debt* che investono nel sistema imprenditoriale italiano. Inoltre, proprio per promuovere la diffusione dell'*asset class*, in collaborazione con Deloitte e Legance, è attivo il portale *online* ([www.k4g.it](http://www.k4g.it)) facilmente fruibile da imprenditori e *manager* interessati ad interfacciarsi con il mondo del *private equity*, *private debt* e *turnaround* e con modalità di *dissemination* dirette: un test di autovalutazione sulle proprie esigenze di finanziamento, video-pillole tematiche realizzate direttamente dagli operatori e *webinar* dedicati.

Per tenersi informati sull'evoluzione del mercato e sulle iniziative di AIFI, si rimanda all'area dedicata al *private debt* sul sito AIFI e alla *newsletter* giornaliera gratuita Private Capital Today: [www.aifi.it/private\\_capital\\_today/](http://www.aifi.it/private_capital_today/)



capitale raccolto verrà investito in titoli obbligazionari secondo regole prefissate, relative alla tipologia dei titoli stessi, alla scadenza, al settore di *business* del loro emittente, al merito creditizio. Il processo di selezione avviene a cura di un *team* di gestione, che studia accuratamente tutti gli aspetti legati a rischio e rendimento atteso. La decisione di investimento viene presa dal fondo, attraverso regole ben codificate e tipicamente avendo consultato anche i rappresentanti degli investitori. Il fondo può chiedere garanzie all'impresa emittente e può stipulare accordi relativi alla *governance*, per assicurare la massima trasparenza e tutela dell'investimento. Nel tempo, la remunerazione ottenuta dal fondo sarà poi ridistribuita agli investitori, al netto delle commissioni caricate dal gestore. La Tabella 4.1 descrive i principali investimenti sottoscritti nel 2022 dai fondi di *private debt* nei *minibond*.

Fondo	Investimenti effettuati nei <i>minibond</i>	Società di gestione o veicolo
Amundi ELTIF Agritaly PIR	Calix01 Srl, Decant05 Srl, Pistacchio SpA, S.P. SpA	Amundi SGR
Anima Alternative I	Datlas Group (*), Famor SpA (*)	Anima Alternative SGR
Anthilia BIT III / Anthilia BIT IV Coinvestment Fund / Anthilia Eltif Economia Reale Italia / 8a+ Real Italy Eltif (mandato di gestione)	Energetica SpA, Fashion Box SpA, Florence One SpA (**), HDP SpA, M.G.M. SpA, Renco Group SpA (**)	Anthilia Capital Partners SGR
Clessidra Private Debt Fund	Florence One SpA (**), M.G.M. SpA	Clessidra Capital Credit SGR
Equita Private Debt Fund II	Alpha Test (*), Berardi Bullonerie (*), Gommatex (*), Italian Food Excellence (*)	Equita Capital SGR
Fondo Impresa Italia / Fondo Impresa Italia II	Clabo SpA, Montalbano Acque Srl, Solid World Group SpA, Whole health system Srl (*)	Riello Investimenti Partners SGR
Fondo PMI Italia II	Arrital Srl, Biovalley Investments Partner SpA, Fare Color Srl, Fashion Box SpA, Ligabue SpA, Morato Pane SpA, Persefone Srl (*), Whole health system Srl (*)	Finint Investments SGR
Fondo Rilancio e Sviluppo / risorse proprie	Amica & C. Srl, Attilio Carmagnani SpA, BMB Manifattura Borse SpA, Boman Srl, Dancelli Tecnologie Srl, Hydro Drilling Srl, Luperini Production SpA	Sviluppo Imprese Centro Italia (SICI) SGR
Fondo Veneto Minibond	Alessi Domenico SpA, B.M. Tecnologie Industriali SpA SB, Fashion Box SpA, Florian SpA, Ligabue SpA, M.G.M. SpA, Olip Italia SpA, Telebit SpA	FVS SGR / Veneto Sviluppo
Foresight Italian Green Bond Fund	IRR Caserta Srl (***)	Foresight Group LLP
Merito Private Debt / Antares AZ I	Cloud Care SpA, Ibla Capital/Seko (*), Ur-Invest (*), Guaresi (*), DGS (*)	Merito SGR
Muzinich Funds	Fileni Alimentare SpA	Muzinich & Co. SGR
Pricoa Funds	Crif SpA, Carel Industries SpA	Pricoa Private Capital
Progetto Minibond Italia	Chiron Energy Capital SpA, Max Store SpA	Zenit SGR
RiverRock Minibond Fund	Lucente Mario SpA, Masterplant Group SpA (**), Masterplant Italia Agricola SpA	Riverrock European Capital Partners LLP
Tenax PMI	FAB Srl, Industria Litografica Cartotecnica Srl, Lingotto 2000 SpA, Persefone Srl (*), Rottami Metalli Italia SpA, Telecontrol Vigilanza Srl, Turatti Srl	Tenax Capital Ltd
Ver Capital Credit Partners SMEs VII	Renco Group SpA (**)	Ver Capital SGR

**Tabella 4.1**

Gli investimenti dei fondi italiani (o con stabile organizzazione in Italia) di *private debt* effettuati nel 2022 nei *minibond*

(\*) Titolo non compreso nel nostro campione in quanto emesso da società veicolo al fine di condurre un'acquisizione

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

(\*\*\*) *Tranche* successiva di un'emissione del 2020

È opportuno sottolineare che alcuni di questi fondi non investono solo in *minibond*, ma finanziano le imprese anche attraverso il credito diretto (*direct lending*). Ciò non comporta necessariamente una sovrapposizione competitiva rispetto alle banche, quanto piuttosto un completamento cooperativo dell'attività svolta dagli istituti di credito. Per tale motivo ci si riferisce in generale al mondo dei fondi di *private debt* considerando l'operatività sia sul mercato mobiliare sia su quello del credito. Secondo le ultime stati-

stiche disponibili da AIFI, l'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (si veda il Box 4.2), nel primo semestre 2022 si sono contate in Italia 102 operazioni chiuse da fondi di *private debt* in 49 società diverse, con una flessione rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Le operazioni hanno mobilitato risorse totali per € 531 milioni, di cui una parte significativa (70%) arrivata da fondi esteri. Il 51% degli investimenti riguardava titoli obbligazionari, la rimanente parte è associata a finanziamenti diretti (43%) o strumenti ibridi (6%).

Alcuni dei fondi attivi in passato hanno chiuso il ciclo degli investimenti. Ad esempio il fondo HI Crescitalia PMI Fund di Hedge Invest SGR ha concluso la sua fase di erogazione il 31 dicembre 2021, impiegando il 100% dell'importo a disposizione (circa € 100 milioni) ed è in fase di ammortamento dei prestiti. Altri hanno già raccolto nuovi fondi o stanno per entrare nel mercato. A fine 2022 Anthilia SGR ha avviato la sesta finestra di collocamento del fondo Eltif Economia Reale Italia che investe anche in debito emesso da imprese di eccellenza non quotate. Tages Capital SGR è in procinto di lanciare il suo primo fondo di *private debt*. Nel 2022 ha già cominciato ad operare Merito Private Debt, il fondo di Merito SGR.

Continuiamo a pensare che gli operatori attivi siano ancora troppo pochi. Molti fondi di *private debt* - che pure si qualificano come Eltif o PIR alternativi - non considerano *minibond* di piccola dimensione o non quotati. C'è spazio per pensare a prodotti del risparmio gestito che possano investire in una pluralità di titoli offrendo anche a investitori *retail* (attraverso fondi non riservati) la possibilità di accedere a un portafoglio ben diversificato e selezionato in maniera professionale, contribuendo a finanziare le PMI italiane. Da questo punto di vista la riduzione a € 100.000 della soglia d'ingresso ai fondi di investimento alternativi riservati per gli investitori non professionali attuata nel 2022 dal Decreto MEF n. 19 è una buona notizia che non avrà effetti dirompenti ma che contribuirà a diffondere la cultura dell'offerta di credito verso l'economia 'reale' anche presso investitori di fascia media.

# Appendice

## Elenco delle emissioni di *minibond* nel 2022

	Società emittente	Mese
1	Basso Fedele & Figli Srl	gen-22
2	Biovalley Investments Partner SpA	gen-22
3	ECO Certificazioni SpA	gen-22
4	I.B.G. SpA	gen-22
5	Irritec SpA	gen-22
6	Lingotto 2000 SpA	gen-22
7	Lucente Mario SpA	gen-22
8	Metalpress SpA	gen-22
9	Nord Fluid SpA	gen-22
10	Palma SpA	gen-22
11	Soletto SpA	gen-22
12	Tesi Spa (Tesisquare)	gen-22
13	Turatti Srl	gen-22
14	Acque Del Chiampo SpA (2045)	feb-22
15	Acque Del Chiampo SpA (2052)	feb-22
16	Acque Veronesi S.C.A R.L. (2038)	feb-22
17	Acque Veronesi S.C.A R.L. (2046)	feb-22
18	AGM Idroedil Srl	feb-22
19	Bim Gestione Servizi Pubblici SpA (€ 10 mln)	feb-22
20	Bim Gestione Servizi Pubblici SpA (€ 5 mln)	feb-22
21	Cef Publishing SpA	feb-22
22	Excantia Srl	feb-22
23	Fashion Box SpA	feb-22
24	ICM SpA	feb-22
25	Iniziative Immobiliari Aggregate Srl	feb-22
26	Livenza Tagliamento Acque SpA (2038)	feb-22
27	Livenza Tagliamento Acque SpA (2046)	feb-22
28	Luperini Production SpA	feb-22
29	Masterplant Italia Agricola SpA	feb-22
30	Metaltherm Srl	feb-22
31	Olip Italia SpA	feb-22
32	Perrella Distribuzione Srl	feb-22
33	Piave Servizi SpA (2045)	feb-22
34	Piave Servizi SpA (2052)	feb-22
35	Pricewaterhousecoopers Advisory SpA	feb-22
36	Recovery Green Società Consortile a Responsabilità Limitata	feb-22
37	Restructure 5.0 Società Consortile a Responsabilità Limitata	feb-22
38	Sec Newgate SpA	feb-22
39	Sinergo Group Srl	feb-22
40	Tecno Energia e Servizi Srl	feb-22
41	Teriaca Srl	feb-22
42	Visottica Industrie SpA	feb-22
43	Ankorig Srl	mar-22
44	Arco-Cavi Group Srl	mar-22
45	BMB Manifattura Borse SpA	mar-22

	Società emittente	Mese
46	Brunnen Industrie Srl	mar-22
47	C.M. Immobiliare Srl	mar-22
48	Casa Zero Lombardia Srl	mar-22
49	Cervotessile SpA	mar-22
50	Direzione Lavoro Group SpA	mar-22
51	Ecopetrolini SpA	mar-22
52	Energeticasa Srl	mar-22
53	Florian SpA	mar-22
54	Foodbrand SpA	mar-22
55	G.M.P. Costruzioni Srl	mar-22
56	Heraclea Srl	mar-22
57	Irgen Re Bari Srl	mar-22
58	JDS Immobiliare Srl	mar-22
59	Magim Società Cooperativa Agricola	mar-22
60	Magnetic Media Network SpA	mar-22
61	MV Extrusion SpA	mar-22
62	Nuova Solmine SpA	mar-22
63	Op Building 3 Srl	mar-22
64	Op Building 4 Srl	mar-22
65	P.M.G. Italia SpA	mar-22
66	Reti Energia Servizi Srl	mar-22
67	Tomato Srl	mar-22
68	V. Barbagli Srl	mar-22
69	Zintek Srl	mar-22
70	Blue Shark Srl	apr-22
71	Casa Zero FVG Srl	apr-22
72	Clabo SpA	apr-22
73	Crif SpA	apr-22
74	Goodeat Italia Srl	apr-22
75	Gorky Siinq SpA	apr-22
76	Izzi Group Srl	apr-22
77	Lingotto 2000 SpA	apr-22
78	Nosio SpA	apr-22
79	Planetel SpA	apr-22
80	Rem Srl	apr-22
81	Società Alluminio Carisio SpA	apr-22
82	Zecca Prefabbricati SpA (2023)	apr-22
83	Zecca Prefabbricati SpA (2025)	apr-22
84	Albergo Londra SpA	mag-22
85	Boman Srl	mag-22
86	Brunnen Industrie Srl	mag-22
87	C.I.M.S Cooperativa Intersettoriale Montana di Sassoleone	mag-22
88	Carel Industries SpA	mag-22
89	Davia SpA	mag-22
90	De Matteis Agroalimentare SpA	mag-22
91	Easylife Srl	mag-22
92	Envirotek Italia Srl	mag-22
93	Prime Power Srl	mag-22
94	Sincronis Srl	mag-22
95	Solid World Group SpA (Garantito)	mag-22

	Società emittente	Mese
96	Solid World Group SpA (non garantito)	mag-22
97	Alchimia SpA	giu-22
98	Alpha Pharma Service Srl	giu-22
99	Amica & C. Srl	giu-22
100	Arrital Srl	giu-22
101	Attilio Carmagnani Ac SpA	giu-22
102	Biolam Italia Srl	giu-22
103	Borgosesia Real Estate Srl	giu-22
104	Calzaturificio Emmegiemme Shoes Srl	giu-22
105	Chiron Energy Capital SpA	giu-22
106	Eagleprojects SpA	giu-22
107	Energy Production Industry Company (EPICO) Srl	giu-22
109	Erelma Srl	giu-22
110	Eudata Srl Società Benefit	giu-22
111	Fast Green Rete Energy Srl	giu-22
112	Keelt Group Srl	giu-22
113	Lofrese SpA	giu-22
114	Meglioquesto SpA	giu-22
115	Pef Building Co Srl	giu-22
116	PEF Spa	giu-22
117	Redfish Longterm Capital Spa	giu-22
118	S.P. SpA	giu-22
119	Soresina Avenue Srl	giu-22
120	Tekton Srl	giu-22
121	Telecontrol Vigilanza Srl	giu-22
122	Venezia F.C. SpA Società Sportiva Professionistica	giu-22
123	Werent Srl	giu-22
124	Ag Digital Media SpA	lug-22
125	Caseificio Pugliese F.Lli Radicci SpA	lug-22
126	Cloud Care SpA	lug-22
127	Comal SpA	lug-22
128	Consorzio 1980 Società Consortile SpA	lug-22
129	Costa Experience SpA	lug-22
130	Dancelli Tecnologie Srl	lug-22
131	Etik Srl	lug-22
132	Fare Color Srl	lug-22
133	General Cab Srl	lug-22
134	Greenthesi SpA	lug-22
135	HDP SpA	lug-22
136	Impresa Bacchi Srl	lug-22
137	Italian Campus SpA	lug-22
138	Max Store SpA	lug-22
139	Michelis Egidio Srl	lug-22
140	Neulabs Srl	lug-22
141	Plissé SpA	lug-22
142	Santa Chiara Srl	lug-22
143	Seven SpA	lug-22
144	Società Lavorazioni Metalli Srl	lug-22
145	Solis SpA	lug-22
146	Tecnologia Avanzata Dei Sistemi S.P.A	lug-22

	Società emittente	Mese
147	Unidata SpA	lug-22
148	Van De Velde Packaging Ilc Srl	lug-22
149	Vittoria SpA	lug-22
150	Vvm Srl	lug-22
151	3V Green Eagle SpA	ago-22
152	Alessi Domenico SpA	ago-22
153	Antonio Carraro SpA	ago-22
154	Apex Alliance Venice 1 SpA	ago-22
155	Barone Ricasoli SpA Agricola	ago-22
156	Brofar Srl	ago-22
157	C.M.B. Società Cooperativa Muratori e Braccianti di Carpi	ago-22
158	Calix01 Srl	ago-22
159	Cantine Ermes Società Cooperativa Agricola	ago-22
160	Cantine Paolo Leo Srl	ago-22
161	Casari Pugliesi Società Agricola Srl	ago-22
162	Centro Di Riabilitazione Lars Srl	ago-22
163	Cipriani Profilati Società Benefit Srl	ago-22
164	Cogefa SpA	ago-22
165	Edileco Costruzioni E Ristrutturazioni Ecocompatibili Società Cooperativa	ago-22
166	Eggtronic SpA	ago-22
167	FAB Srl	ago-22
168	Futur Box Srl	ago-22
169	Ga.Ma Srl	ago-22
170	Graded SpA	ago-22
171	Hydro Drilling Srl	ago-22
172	ICM SpA	ago-22
173	Industrial Cars SpA	ago-22
174	Innovaway SpA	ago-22
175	Intercap Srl	ago-22
176	Mastropasqua International SpA	ago-22
177	Minerva Pictures Group Srl	ago-22
178	Netcom Engineering SpA	ago-22
179	Novation Tech SpA	ago-22
180	Olimpia 80 Srl	ago-22
181	Patrone e Mongiello SpA	ago-22
182	Soluzioni Eco Ambientali Srl	ago-22
183	Telebit SpA (cedola fissa 3,5%)	ago-22
184	Telebit SpA (cedola variabile)	ago-22
185	Tenute Piccini SpA	ago-22
186	Weightpack Srl	ago-22
187	Yolo Group SpA	ago-22
188	Zanutta SpA	ago-22
189	Alimenta Produzioni Srl	set-22
190	Belletti & Baroni Costruzioni Srl	set-22
191	Centro Di Medicina SpA	set-22
192	Dedagroup Stealth SpA	set-22
193	Febo Spa	set-22
194	Hera Partecipazioni One SpA	set-22
195	Il Valutatore Srl	set-22
196	Maps SpA	set-22

	Società emittente	Mese
197	Massucco T. Srl	set-22
198	Master Pig Srl	set-22
199	Menci & C. SpA	set-22
200	Moncaro Società Cooperativa Agricola	set-22
201	Prismi SpA	set-22
202	SEF Srl	set-22
203	Bibetech SpA	ott-22
204	Bonotto Srl	ott-22
205	Costruzioni Meccaniche Montirone Srl	ott-22
206	Gabbiano SpA	ott-22
207	Gamevision Srl	ott-22
208	Gemmo SpA	ott-22
209	Horsa SpA	ott-22
210	Mobili Fiver Srl	ott-22
211	Olm Nature Escape Società Agricola Srl	ott-22
212	Pasticcio Gentile Srl	ott-22
213	Pistacchio SpA	ott-22
214	Rottami Metalli Italia SpA	ott-22
215	Costa Edutainment SpA	nov-22
216	Curti-Costruzioni Meccaniche SpA	nov-22
217	Degigross Srl	nov-22
218	Fenix Entertainment SpA	nov-22
219	Fileti Alimentare Spa	nov-22
220	Fonderie Orazio E Fortunato De Riccardis Srl	nov-22
221	Funivie Seggiovie San Martino Srl	nov-22
222	Libeccio Srl	nov-22
223	M.G.M. SpA	nov-22
224	Napolitrans Srl	nov-22
225	Savoca Srl	nov-22
226	Vamas SpA	nov-22
227	Aton SpA Società Benefit	dic-22
228	Autuori Group Logistics Srl	dic-22
229	Azzurra Group Srl	dic-22
230	B.M. Tecnologie Industriali SpA Società Benefit	dic-22
231	Bortolomiol SpA	dic-22
232	C.D.V. Stampi Srl	dic-22
233	C.M.T. Compagnia Manifatture Tessili Srl	dic-22
234	Cerbone SpA	dic-22
235	Cgp SpA (2026)	dic-22
236	Cgp SpA (2027)	dic-22
237	Cleverttech SpA	dic-22
238	Cofle SpA	dic-22
239	Comat Servizi Energetici SpA	dic-22
240	De Angelis Food SpA	dic-22
241	Decant05 Srl	dic-22
242	EEMS Italia SpA	dic-22
243	Entsorga Italia SpA	dic-22
244	Euro Immobiliare SpA	dic-22
245	Ferretto Group SpA	dic-22
246	Fiere Internazionali Di Bologna SpA	dic-22

	Società emittente	Mese
247	FITT SpA Società Unipersonale	dic-22
248	G.D.L. SpA	dic-22
249	Grimet Srl	dic-22
250	HNH Hospitality SpA	dic-22
251	Iperceramica SpA	dic-22
252	Kolinpharma SpA	dic-22
253	Lariotex SpA	dic-22
254	Ligabue SpA	dic-22
255	Miscusi Srl Società Benefit	dic-22
256	Morato Pane SpA	dic-22
257	Osai Automation System SpA	dic-22
258	Patelec Srl	dic-22
259	Pricewaterhousecoopers SpA	dic-22
260	Prismi SpA	dic-22
261	Quargentan SpA	dic-22
262	S.I.M.E.T. Srl	dic-22
263	S.P.I. Studio Progettazioni Industriali SpA	dic-22
264	Salis04 Srl	dic-22
265	Trafilerie San Paolo Srl	dic-22
266	Vitali SpA	dic-22
267	Wiit SpA	dic-22
268	Wolfank Dgm Srl	dic-22



---

# La School of Management



**POLITECNICO**  
**MILANO 1863**  
SCHOOL OF MANAGEMENT

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

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

Inserita nella classifica del Financial Times delle migliori Business School d'Europa dal 2009, oggi è in classifica con Executive MBA, Full-Time MBA, Master of Science in Management Engineering, Customised Executive programmes for business e Open Executive programmes for managers and professionals. Nel 2021 l'International Flex EMBA si posiziona tra i 10 migliori *master* al mondo nel Financial Times Online MBA Ranking.

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

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

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

Il gruppo di Entrepreneurship Finance & Innovation (EFI) della School of Management è attivo in numerosi progetti di ricerca finanziati da società private, dall'Unione Europea e da altri enti su temi quali la quotazione in Borsa, la raccolta di capitale, il *crowdfunding*, la finanza imprenditoriale nelle *startup* innovative, le tematiche di ESG *investing* e di *climate finance*, i finanziamenti alternativi per le PMI, i *crypto-asset*. È inoltre coinvolto in progetti di formazione *post-graduate* come l'International Master in Fintech, Finance and Digital Innovation, l'International Master in Financial Risk Management, l'International Master in Sustainable Finance, il corso ESG Analysis & Investing (organizzato con CFA Society Italy), il corso Introduzione alla Professione di Consulente Finanziario (organizzato con Ascofind) e moduli organizzati *ad hoc* per importanti *player* finanziari. Nell'ambito della Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale, dal 2014 erogata anche in lingua inglese, esiste un *major* specifico in Finance. Numerosi sono gli studenti laureati che occupano posizioni di prestigio in banche, società finanziarie, SIM, SGR e imprese private, in Italia e all'estero nelle maggiori piazze finanziarie. Gli studenti del Politecnico si sono anche distinti orgogliosamente per la vittoria in competizioni accademiche sul tema finanziario come il CFA Institute Research Challenge.

Internet: [www.som.polimi.it](http://www.som.polimi.it)



---

# Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca

Gruppo di ricerca: Giancarlo Giudici (direttore scientifico), Chiara Arrighetti, Filippo Cella Mazzariol, Matteo Conti.

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

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

## **Partner**

- ADB Corporate Advisory
- Azimut Direct
- Banca Finint
- C&G Capital
- CDP Cassa Depositi e Prestiti
- Cerved Rating Agency
- Foresight Group
- Frigiolini & Partners Merchant
- Mediocredito Centrale
- Mediocredito Trentino Alto Adige
- modefinance
- Orrick

## **Partner istituzionali**

- Borsa Italiana
- Innexa

## **Media partner**

- BeBeez



ADB Corporate Advisory  
www.adb.it

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

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

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

La società fa parte del Gruppo ADB, che vede la sua origine nel 1985; a Torino su iniziativa di un gruppo di ingegneri e agenti di cambio, nasce ADB-Analisi Dati Borsa, primo operatore in Italia ad offrire servizi info-telematici di banca dati, informazione, analisi e consulenza economico-finanziaria; oggi il Gruppo conta 4 società:

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



Azimut Direct  
www.azimutdirect.com

Azimut Direct SpA nasce dall'accordo tra il Gruppo Azimut e Epic SIM, la prima piattaforma *fintech* dedicata all'economia reale nata nel 2014 per formare un ponte tra PMI e investitori professionali. Azimut Direct è la *fintech* del gruppo Azimut - il principale Gruppo Italiano indipendente operante dal 1989 nel settore del risparmio gestito - specializzata in *direct lending*, *minibond*, *private* e *public equity*. Supportiamo la crescita e lo sviluppo delle PMI italiane attraverso un'azione congiunta di consulenza e strutturazione di strumenti di finanza alternativa per la raccolta di capitali presso investitori qualificati.

Azimut Direct si inserisce all'interno del progetto di "neoLending" del gruppo Azimut e costituisce una realtà unica in Italia: la forza di un grande *asset manager* combinata alla specializzazione di una *fintech* solida e in rapida crescita, per portare capitali alle imprese italiane grazie a un approccio di filiera corta. Tra i punti cardine della strategia, il focus su *fintech* ed economia reale, con l'obiettivo di diventare interlocutore privilegiato per tutte le imprese italiane che cercano accesso al mercato dei capitali di debito ed *equity* e servizi di *advisory* ad alto valore aggiunto.

La missione di Azimut Direct è portare valore alle imprese consentendo loro un accesso professionale e ben preparato al mercato dei capitali alternativi. I nostri servizi sono caratterizzati da forte duttilità e adatti a sostenere le esigenze del sistema imprenditoriale a 360 gradi, dalle PMI ad alto potenziale alle società quotate con già una consolidata presenza e notorietà sul mercato dei capitali.



## BANCA FININT

BEST PEOPLE BEST BUSINESS

Banca Finint è una tra le più attive *investment bank* operanti nel Corporate & Investment Banking, della finanza strutturata e dell'*asset management*. È il punto di arrivo di oltre 40 anni di attività del Gruppo fondato nel 1980 da Enrico Marchi e altri soci. Con sede a Conegliano (TV), uffici a Milano, Roma e Trento ha oltre 550 dipendenti, 190 consulenti finanziari in 62 uffici territoriali. Banca Finint è specializzata nel Debt Capital Markets (*minibond*, *basket bond* e *specialized lending*), strutturazione e gestione di operazioni di cartolarizzazione, *covered bond* e finanza strutturata, in operazioni di finanza straordinaria sostenendo le imprese e l'economia reale dei territori in cui opera. Del Gruppo fanno parte anche Finint Investments, la SGR attiva nella gestione di fondi mobiliari e immobiliari, Finint Private Bank, che offre a clienti privati e famiglie consulenza evoluta e una piattaforma aperta per gli investimenti e Finint Revalue, società specializzata nel *credit asset management*.

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

- Top Arranger dal 2012 ad oggi secondo l'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano;
- Arranger di programmi di *bond* di sistema per più di € 1 miliardo (Viveracqua Hydrobond, ELITE Basket Bond, Export Basket Bond Programme, ELITE Basket Bond Lombardia, Garanzia Campania Bond, Basket Bond Italia);
- Ideatore del primo fondo chiuso italiano di *private debt* con Finint SGR: 3 fondi alternativi dedicati al *private debt* per oltre € 450 milioni raccolti vantando un *track record* di oltre 120 investimenti. Il Gruppo ha effettuato circa 300 operazioni di *minibond* per circa € 2,1 miliardi ed è stato premiato nella categoria Private Debt ai Finance Community Awards come Team of the Year 2017 e 2019, Professional of the Year 2020, Emerging Professional of the Year 2022, e con il premio Private Debt Award AIFI 2020 Categoria operazione sviluppo e il Private Debt Award 2021 Premio Saccomanni.

**Banca Finint**

[www.bancafinint.com](http://www.bancafinint.com)

[www.minibond.tv](http://www.minibond.tv)



C&G Capital è un Advisor finanziario e Global Coordinator specializzato nell'avvicinare le PMI al mercato dei capitali.

È presente e riconosciuta oggi in gran parte delle aziende italiane, grazie alla creazione di una figura competente e formata, denominata "Kredit Finder".

Quest'ultimo è capace di far comprendere all'imprenditore i vantaggi degli strumenti alternativi ed avvicinarli a questa realtà non del tutto conosciuta.

C&G quale figura di Advisor si contraddistingue in quanto segue passo dopo passo l'imprenditore nella preparazione con strumenti quali *minibond*, sostenendo inoltre, come figura di Advisor finanziario, la crescita e lo sviluppo dell'azienda stessa, arrivando all'eventuale quotazione.

La *mission* di C&G capital è permettere alle PMI di diventare aziende d'eccellenza, facendo conoscere appieno le opportunità che gli strumenti a mercato possono fornire.

A tal proposito, è l'unica società di Advisory ad aver creato un'Academy riconosciuta, dedicata a professionisti, CFO ed imprenditori, affinché possano conoscere meglio il mercato dei capitali, le opportunità che questo porta all'interno di ogni azienda e come proporsi strutturalmente per accedere alla crescita e allo sviluppo, grazie ad operazioni a mercato.

Nel 2022 C&G Capital ha promosso una importante iniziativa di cartolarizzazione su un portafoglio di *minibond* in corso di emissione; l'operazione, realizzata in collaborazione con una grande banca, sarà una delle maggiori mai osservate in Italia e si perfezionerà nel 2023. Inoltre, sempre nel 2022, C&G Capital ha coordinato un'operazione di collocamento di un *bond* da € 100 milioni con un importante *player* nel settore energetico.

**C&G Capital**

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



Dal 1850 Cassa Depositi e Prestiti (CDP) contribuisce allo sviluppo economico italiano investendo per la competitività, finanziandosi attraverso il risparmio postale e altri capitali raccolti sul mercato. Nel gruppo CDP operano diverse realtà, fra cui Simest, Fintecna, CDP Equity, CDP Reti, CDP Real Asset Sgr e CDP Immobiliare.

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

- supporto allo sviluppo di *asset class* innovative quali operazioni di cartolarizzazione di *minibond* (cosiddetti Basket Bond), con il ruolo di *anchor investor*;
- investimenti in fondi di credito “diversificati” (Diversified Loan Funds, DLF), con il ruolo di *anchor investor* e in *partnership* con il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI), caratterizzati da un elevato livello di granularità del portafoglio;
- sottoscrizione di *minibond* di dimensioni medio grandi, finalizzati al sostegno dei piani di crescita sia interna che esterna e dei piani di investimento in ricerca, sviluppo, innovazione e *green economy* da parte di aziende del segmento *mid-corporate*.

Nel 2022 CDP, a conferma del proprio ruolo di *leader* di mercato, ha preso parte a tutte le principali operazioni di Basket Bond lanciate in Italia, avviando ulteriori programmi per un ammontare complessivo di emissioni realizzate pari a circa € 400 milioni, finalizzati a supportare i piani di crescita di 70 PMI e Midcap italiane. In particolare, grazie all’attivazione della garanzia con la Banca Europea per gli Investimenti su risorse del Fondo Europeo di Garanzia (FEG), sono stati lanciati 4 programmi per un totale fino a € 600 milioni, che si sono conclusi a fine dicembre.

Nel complesso ad oggi CDP, attraverso lo strumento dei *basket bond* e agendo in qualità di *anchor investor*, ha finanziato circa 200 PMI e Midcap per un totale di quasi un miliardo di euro di risorse mobilitate.



Cerved Rating Agency  
[ratingagency.cerved.com](http://ratingagency.cerved.com)

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

Grazie ad un *team* di oltre 140 analisti specializzati, con comprovate competenze ed esperienza, Cerved Rating Agency emette e monitora *rating* di credito pubblici e privati, *solicited* e *unsolicited*, nel rispetto di elevati *standard* qualitativi riconosciuti in ambito internazionale.

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

# Foresight

FOR A SMARTER FUTURE

Foresight è un gestore di fondi indipendente, *leader* negli investimenti in progetti di economia reale sostenibili attraverso fondi alternativi di *private equity* e infrastrutturali. La società, fondata nel 1984 e quotata alla LSE dal febbraio 2021, gestisce circa 14,4 miliardi di euro distribuiti sui suoi circa 30 fondi, che investono prevalentemente nei settori infrastrutturali, per conto di investitori istituzionali, *family office* e clientela *retail*. Le due strategie, infrastrutture e *private equity*, vengono definite sulla base di una matrice sostenibile che mira rispettivamente a sostenere la transizione verso gli obiettivi di sviluppo sostenibile (Sustainable Development Goals, SDG) e a promuovere crescita economica e sviluppo sociale. Dal 2013, Foresight è firmataria dei Principi di Investimento Responsabile delle Nazioni Unite (UN PRI). Foresight è attiva come *fund manager* nel Regno Unito – con la sede principale di Londra e altre *branch* regionali – nel Sud Europa – con sedi operative a Roma e Madrid – in Lussemburgo e in Australia. In Italia la società è attiva dal 2008 prevalentemente nel settore infrastrutturale e del fotovoltaico con tre veicoli dedicati: Foresight European Solar Fund, ForVEI II e il Green Bond Fund, il primo fondo di debito di Foresight. Con una *size* iniziale di € 75 milioni, attualmente in fase di incremento con un *target* di raccolta complessiva pari a € 150 milioni, è stato sottoscritto al 20% dalla Banca Europea per gli Investimenti, oltre a casse di previdenza, primarie compagnie assicurative e *family office*. Il Green Bond Fund finanzia, mediante la sottoscrizione di *bond senior secured*, quotati sul segmento ExtraMOT Pro<sup>3</sup> di Borsa Italiana, progetti di energia rinnovabile ed efficienza energetica sul territorio italiano e nei principali Paesi europei. Ad oggi il fondo ha investito in diversi settori tecnologici tra cui biomassa, biogas, illuminazione pubblica, fotovoltaico, solare a concentrazione ed eolico.

**Foresight Group**  
www.foresightgroup.eu



Frigiolini & Partners Merchant è un gruppo indipendente con sede a Genova e operatività nazionale (prossimamente internazionale) che coniuga competenze di Advisor finanziario e Global Coordinator nel segmento dei *minibond* con capacità di collocamento degli stessi sul mercato primario grazie a Fundera, portale di *crowdfunding* vigilato, *leader* per numero di collocamenti realizzati dalla nascita dei portali a oggi. Il Gruppo F&P Merchant gestisce quindi *in house* l'intero processo, dall'*origination*, al *building* fino al *placement* dei *minibond*, senza la necessità di ricorrere a terze parti e quindi con notevole risparmio per gli emittenti. Il *team* del Gruppo i cui punti di forza sono l'indipendenza, l'assenza di conflitti di interesse e il controllo integrale del processo, vanta un'esperienza pluriennale sui mercati finanziari e dalla sua nascita ad oggi vanta il primato fra gli *advisor* indipendenti per numero complessivo di PMI assistite, grazie anche al monopolio dei "Minibond short term". Grazie ad un approccio *fintech* è in fase di graduale allargamento la platea dei potenziali investitori, compresi quelli *retail*, che presto saranno ingaggiati a livello europeo. Fundera è il primo portale autorizzato da Consob a collocare *minibond* sul mercato primario ed il primo portale accreditato da SACE per la presentazione di pratiche di Garanzia Italia sui *minibond*.

F&P Merchant ha realizzato molteplici sperimentazioni sui *minibond* fra cui, per prima, soluzioni con garanzia 100% sul capitale (quotate in Borsa) e soluzioni collettive (i cosiddetti 'Pluribond', ovvero *basket* di *bond* settoriali o geografici), assistiti da garanzia integrale. Durante la pandemia F&P e Fundera hanno gestito molteplici operazioni di *bond* garantiti da SACE fino al 90% del controvalore totale emesso. Sono ormai molte decine le emissioni realizzate via *web* su Fundera.

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

## MEDIOCREDITO CENTRALE

INVITALIA

**Mediocredito  
Centrale**  
[www.mcc.it](http://www.mcc.it)

Mediocredito Centrale è una banca pubblica controllata al 100% dal Gruppo Invitalia, a sua volta controllato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze. La banca ha consolidato il proprio ruolo istituzionale per la crescita della competitività del Paese attraverso la costituzione del Gruppo Bancario Mediocredito Centrale di cui fanno parte la Banca Popolare di Bari e la Cassa di Risparmio di Orvieto, nell'ambito del progetto/mandato di creare un polo finanziario di riferimento per le imprese e per tutte le realtà economiche, produttive e sociali nelle regioni del Mezzogiorno.

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

In quest'ultimo ambito Mediocredito Centrale ha preso parte a numerosi programmi di emissione di *basket bond*, in qualità di investitore istituzionale e di *arranger*, che hanno portato alla sottoscrizione di circa 500 milioni di euro di *minibond* finalizzati prevalentemente al finanziamento di PMI e del Mezzogiorno, con una quota di partecipazioni alle singole emissioni compresa tra il 30% e il 50%. In qualità di gestore del Fondo di Garanzia per le PMI, inoltre, Mediocredito Centrale è intervenuto su 441 emissioni di *minibond* per un controvalore di 938 milioni di euro, approvando garanzie per 756 milioni di euro.



**MEDIOCREDITO  
INVESTITIONSBANK**  
TRENTINO ALTO ADIGE SÜDTIROL

**Mediocredito  
Trentino Alto Adige**  
[www.mediocredito.it](http://www.mediocredito.it)  
[www.contorifugio.it](http://www.contorifugio.it)

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

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

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

Attraverso quote di *equity* di minoranza assumiamo un ruolo di *partner* di capitale dei nostri clienti finalizzato a piani di sviluppo e ad eventuali successive quotazioni sul mercato dei capitali. Operiamo nei ruoli di *advisor*, di *arranger* e di sottoscrittore di *minibond*, seguendo le società emittenti in tutti i necessari passaggi fino all'emissione del titolo.

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

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





a TeamSystem company

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

Grazie all'innovativa metodologia proprietaria MORE basata sull'Intelligenza Artificiale e alla base di tutti i servizi e prodotti offerti, modefinance opera senza limiti geografici, essendo in grado di valutare il rischio di credito di qualunque società, senza distinzioni di settore, dimensione o Paese: in quanto Agenzia di Rating (CRA, Credit Rating Agency) certificata a livello europeo, i *rating* emessi hanno valore legale e possono essere utilizzati a fini regolamentari.

La prospettiva tecnologica si è tradotta nel concetto di Rating-as-a-Service, che nella pratica ha visto lo sviluppo di piattaforme e modellistica personalizzata in ottica di digitalizzazione della gestione del rischio di credito, imprimendo dal 2018 ad oggi un'accelerazione su automazione dei processi, *stress testing* e Nowcasting, integrazione di dati alternativi ed un *focus* sempre più importante sulla sostenibilità grazie alle valutazioni di sostenibilità, che si concretizzano in *score* automatizzati e *rating* ESG, a rispondere alle più recenti normative nazionali ed internazionali.

**modefinance**  
www.modefinance.com



Orrick, studio legale internazionale fondato a San Francisco nel 1863, è presente in Italia dal 2003 con le sedi di Milano e Roma e conta oltre 110 professionisti di primo piano, le cui competenze nel settore bancario e finanziario sono largamente riconosciute dai *player* del mercato economico e finanziario, italiano ed internazionale.

Nell'ambito specifico dei *minibond*, il Finance Team di Orrick vanta un'esperienza ormai consolidata nel mercato legale italiano, avendo, tra l'altro, curato il maggior numero di emissioni di prestiti obbligazionari finora quotati sui segmenti ExtraMOT PRO (e il primo *minibond* quotato assistito dalla garanzia del Fondo MCC).

Orrick è molto attiva anche nel campo dei "Basket Bond", dove ha contribuito a strutturare diverse operazioni, anche nelle forme più innovative.

Orrick ha inoltre fornito assistenza nel processo di ristrutturazione di alcuni prestiti obbligazionari, collaborato alla costituzione di tre tra i principali fondi specializzati in investimenti in *minibond* e portato a termine la prima emissione in forma dematerializzata di cambiali finanziarie. In collaborazione anche con soggetti istituzionali, Orrick ha pubblicato recentemente un *position paper* su Minibond e Basket Bond per la ripresa economica delle Piccole e Medie Imprese italiane per supportare l'ulteriore diffusione e conoscenza di questi prodotti.

Il Finance Team di Orrick è stato *partner* di Borsa Italiana nel progetto ExtraMOT PROLinK, il portale dedicato al mercato ExtraMOT PRO<sup>3</sup> in *partnership* con i più esperti operatori del settore.

**Orrick**  
www.orrick.it

---

# Appunti

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

*Copyright 2023 © Politecnico di Milano, Dipartimento di Ingegneria Gestionale  
Stampa: Furlan Grafica*



PARTNER



PARTNER  
ISTITUZIONALI



MEDIA  
PARTNER



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