



**POLITECNICO
MILANO 1863**

Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation
11° Report italiano sui Minibond

aprile 2025

Indice

	pagina
Introduzione	2
Executive summary	3
1. Minibond: definizioni e contesto	7
□ Definizioni metodologiche	7
□ Il contesto del mercato del capitale per le PMI	7
□ La normativa rilevante	12
□ Il segmento obbligazionario Euronext Access Milan di Borsa Italiana	12
□ I <i>minibond</i> in Europa nel 2024	19
2. Le imprese emittenti	23
□ Il campione aggiornato fino al 2024: statistiche descrittive	23
□ Le operazioni di sistema e i <i>'basket bond'</i>	27
□ I costi del collocamento	31
□ L'analisi dei bilanci	33
□ I <i>default</i>	35
3. Le emissioni	37
□ La tassonomia dei <i>minibond</i>	37
□ Le emissioni fino al 2024: statistiche descrittive	38
□ Scadenza e remunerazione offerta	41
□ Il <i>rating</i>	44
□ Opzioni, <i>covenant</i> e garanzie	45
□ Le motivazioni del collocamento	49
□ <i>Focus: i minibond ESG</i>	50
4. Gli attori della filiera	55
□ I consulenti finanziari: gli <i>advisor</i>	55
□ I consulenti legali	56
□ Gli <i>arranger</i>	56
□ Le società di <i>rating</i>	57
□ Le piattaforme di <i>crowdfunding</i> operative sui <i>minibond</i>	58
□ Gli investitori	59
□ Le banche agenti, le banche depositarie e i centri servizi	59
□ Portali informativi dedicati ai <i>minibond</i>	60
□ I fondi di <i>private debt</i> attivi sui <i>minibond</i>	60
Appendice. Elenco delle emissioni di <i>minibond</i> nel 2024	63
La School of Management	69
Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca	71

Introduzione

Di fronte alle incertezze che caratterizzano l'economia, fra tensioni geopolitiche e rischi di recessione, il tema di supportare l'accesso al capitale per le PMI è quanto mai attuale. I *minibond* sono uno strumento che negli ultimi anni ha consentito alle imprese italiane di accedere a nuovi capitali e di acquisire competenze preziose per allacciare rapporti con gli investitori sul mercato. Tuttavia è un mercato che ha la possibilità di moltiplicare i volumi raggiungendo nuove emittenti e intercettando più capitali dal risparmio privato, con la necessaria intermediazione di investitori professionali specializzati.

Come previsto dall'Osservatorio un anno fa, nel 2024 il flusso della raccolta dei *minibond* ha recuperato terreno rispetto al 2023, ma fra luci e ombre. Da una parte ogni anno si affacciano sul mercato nuove aziende, grazie soprattutto al contributo di programmi supportati da garanzie pubbliche e da operazioni di sistema come i *basket bond*; dall'altra ci sono fattori frenanti che ancora limitano lo spessore del mercato. Il tema dei costi è uno di questi aspetti: posto che - in assenza di garanzie pubbliche - il tasso di interesse riconosciuto agli investitori nei *minibond* difficilmente potrà essere competitivo rispetto all'onere di un prestito bancario (laddove disponibile), si pone il problema di contenere i costi diretti di emissione, lavorando per una standardizzazione dei processi. Un altro tema è quello di auspicare la crescita del numero di *arranger* indipendenti presenti sul mercato, con un radicamento diffuso su tutto il territorio nazionale. A fronte di regioni, soprattutto nel Nord, dove il numero di emittenti è abbastanza diffuso e stabile ogni anno, ci sono intere province dove i *minibond* sono ancora un'opzione praticamente assente.

Nelle prossime pagine sarà possibile conoscere tutto quello che è successo nel 2024 nell'industria italiana dei *minibond*.

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, rinnoviamo il particolare ringraziamento al Servizio Rilevazioni ed Elaborazioni Statistiche di Banca d'Italia e allo *staff* di Euronext Securities Milan.

Buona lettura!

aprile 2025

Executive summary

Minibond: definizioni e contesto

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

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

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

Nel 2024 l'industria italiana dei *minibond* ha registrato un recupero - forse inatteso - rispetto al 2023 (si veda la Figura 0.1) soprattutto per quanto riguarda i volumi della raccolta. Il mercato è stato trainato in particolare dalle grandi imprese più che dalle PMI.

Le imprese emittenti

La ricerca, considerando i parametri prima introdotti, ha identificato nel 2024 178 emittenti di *minibond* (fra cui ben 126 si sono affacciate sul mercato per la prima volta), in lieve aumento rispetto alle 168 del 2023. Fra queste, 105 sono PMI in base ai criteri dell'Unione Europea.

Le emittenti del 2024 sono per il 64,0% SpA (in aumento rispetto al 2023), per il 33,2% Srl (in calo). Completano il quadro 3 società cooperative e 2 veicoli esteri di gruppi italiani. Le emittenti quotate sul listino azionario sono state 15 (in 11 casi su Euronext Growth Milan).

Osservando i volumi di fatturato delle emittenti, nel 2024 si osserva un incremento medio rispetto all'anno precedente.

Per quanto riguarda il settore di attività, il comparto manifatturiero è sempre in testa (24,7% del campione 2024 in calo rispetto al 2023) seguito dalle *holding* finanziarie (13,1%) e dal commercio (12,5%).

La Lombardia è sempre prima per numero di emittenti (71, 39,9%) seguita dal Lazio (23, 12,9%) e dal Veneto (20, 11,2%).

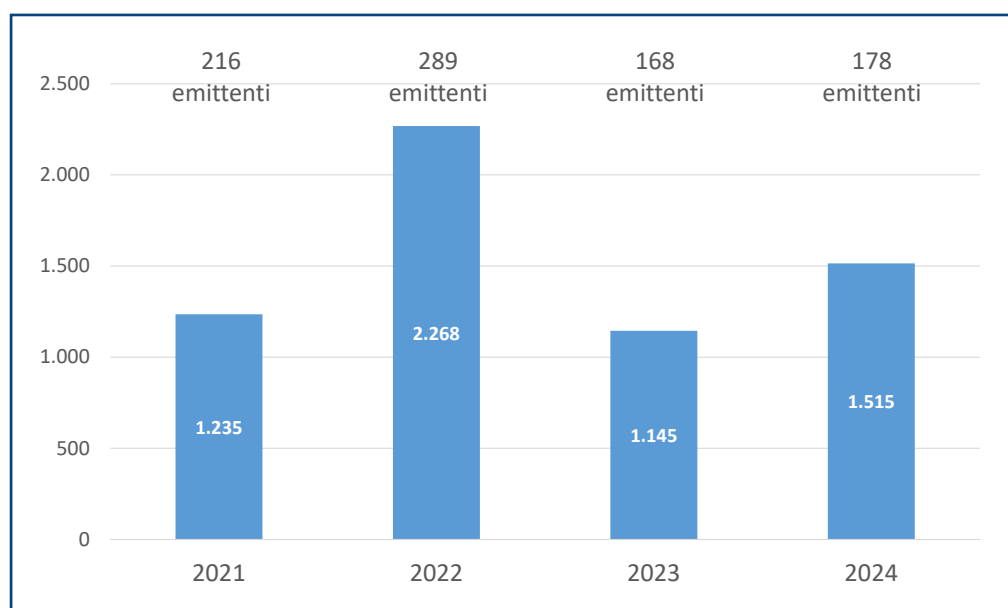


Figura 0.1

Riassunto sui numeri dell'industria italiana dei *minibond* nell'ultimo quadriennio (emissioni sotto € 50 milioni escludendo banche, assicurazioni e finanziarie artt. 106/107). Raccolta delle emissioni in € milioni e numero di società emittenti.

Nel 2024 ha dato un contributo importante al mercato lo sviluppo di nuovi *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 del Basket Bond Lazio, il Basket Bond Emilia-Romagna, il Basket Bond 'Made in Italy', il RedFish Basket Bond, la seconda edizione di Garanzia Campania Bond e la quinta *tranche* degli Hydrobond. Altre iniziative sono in partenza nel 2025.

In totale, le imprese emittenti di *minibond* fino ad oggi censite dall'Osservatorio sono 1.339.

Le emissioni

Il *database* dell'Osservatorio conta ormai 1.977 emissioni di *minibond* effettuate dalle imprese del campione a partire dal 2013 (in diversi casi le imprese hanno condotto più emissioni).

Il valore nominale totale dei *minibond* nel campione arriva a € 12,56 miliardi (€ 5,45 miliardi considerando solo le emissioni fatte da PMI).

Il 2024 ha contribuito con € 1,515 miliardi da 208 emissioni (l'anno scorso erano state 188) di cui il 26% è stato di importo inferiore a € 2 milioni. L'incremento annuale della raccolta è pari al 32% ed è dovuto esclusivamente alle emissioni delle grandi imprese. Il capitale che compete alle sole PMI è stato pari a € 686 milioni, in calo rispetto all'anno precedente.

Il valore medio tendenziale dei collocamenti nel secondo semestre 2024 è uguale a € 6,91 milioni, superiore rispetto a quello dell'anno precedente. Si può dire che abbiamo visto imprese emittenti più grandi collocare per importi maggiori rispetto al 2023.

Una piccola parte dei *minibond* è stata quotata su un mercato borsistico; nel 2024 tale percentuale è al 7%. Abbiamo 4 titoli quotati su Euronext Access Milan e 10 su listini esteri.

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 2024 è 6,7 anni (in aumento rispetto al 2023, dovuto alla presenza degli Hydrobond).

La maggioranza dei titoli nel 2024 (63,0%) prevede il rimborso del capitale a rate successive (*amortizing*). Nelle emissioni a breve scadenza è relativamente più frequente la modalità *bullet*, con un rimborso integrale alla scadenza.

Per quanto riguarda la cedola, si rafforza ulteriormente la tendenza a offrire una remunerazione variabile legata ai tassi di mercato; la troviamo in 128 casi nel 2024 (61%). Cresce ancora la remunerazione offerta, in linea con la dinamica dei tassi osservata sul mercato (la media è 9,04% per il tasso fisso e 6,89% per il tasso variabile). Anche nel 2024 si sono viste emissioni di *minibond* (19) con cedola indicizzata alla performance ESG dell'azienda.

I titoli senza garanzie sono ancora una minoranza del mercato e scendono dal 25% del 2023 al 22%.

Abbastanza frequente è la previsione di opzioni di tipo *call* o *put* per il rimborso.

Il ricorso al rating emesso da agenzie autorizzate è rimasto minoritario nel 2024 (il 21% delle emissioni l'ha richiesto).

La motivazione principale del collocamento rimane con forza la crescita interna.

Nel campione del 2024 troviamo 20 *minibond green*, 3 *social* e 19 *sustainability-linked minibond*, per un controvalore di € 233,70 milioni, una quota di mercato pari al 15% della raccolta annuale.

Gli attori della filiera

Come ogni anno la ricerca passa poi a identificare la situazione della catena del valore che ha caratterizzato il mercato dei *minibond* nel 2024.

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

La società di *rating* è un attore di riferimento nell'emissione di giudizi indipen-

denti sulla solvibilità dell'emittente ma anche sul profilo di sostenibilità ESG.

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

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

Per quanto riguarda gli investitori principali che hanno sottoscritto i *minibond*, il 2024 vede il primato di fondi e banche estere con il 33% dei volumi (hanno investito in poche operazioni ma con tagli significativi), seguiti dalle banche italiane

(31%), dai fondi di *private debt* (18%) e dalla Cassa Depositi e Prestiti (10%).

È ai minimi invece il volume dei titoli collocati su piattaforme di *crowdfunding*, passato da € 22,17 milioni del 2023 a € 13,4 milioni.

Sono ancora pochi i fondi di credito specializzati e attivi sui *minibond* (oltre che sul *direct lending*). Sarebbe auspicabile allargare la platea degli investitori e riservare maggiore attenzione all'investimento nelle PMI non quotate.

L'analisi complessiva dei dati suggerisce che il 2025 possa segnare un lieve progresso sui dati del 2024, sempre che lo scenario macroeconomico non riservi sorprese negative.

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

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

1. l'emittente è una società di capitali o cooperativa a responsabilità limitata residente in Italia, o comunque facente parte di un gruppo con attività concentrata in Italia, che non si trova in liquidazione o sotto altre procedure concorsuali;
2. l'emittente non è una società bancaria o assicurativa, nè una finanziaria *ex artt.* 106/107 del TUB;
3. l'emittente non è un veicolo costituito *ad hoc* con l'unico obiettivo di finanziare una cartolarizzazione; consideriamo invece le emissioni finalizzate da veicoli per realizzare acquisizioni di altre imprese (tipicamente in operazioni di LBO, *leveraged buyout*);
4. l'emissione è caratterizzata da un valore strettamente 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 mercati borsistici regolamentati, aperti a investitori *retail*.

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

L'attenzione sul mercato dei *minibond* in Italia è sorta a valle della crisi finanziaria del 2008-2009 e conseguentemente alla riduzione dell'offerta di credito dalle banche soprattutto nei confronti delle PMI, fenomeni che negli anni successivi si sono attenuati soprattutto grazie alle politiche monetarie espansive della Banca Centrale Europea ma che sono tornati di attualità nel 2020 con le difficoltà legate alla pandemia Covid-19, al ritorno dell'inflazione nel 2022 e al conseguente aumento dei tassi di interesse.

Sottolineiamo che alcune statistiche riferite al passato e qui riportate possono cambiare rispetto ai dati pubblicati nei Report precedenti, in quanto l'aggiornamento del *database* avviene dinamicamente nel tempo e tutti i numeri vengono costantemente verificati.

Il contesto del mercato del capitale per le PMI

Secondo le ultime stime dell'ISTAT, il prodotto interno lordo in Italia è cresciuto dello 0,7% nel 2024, stessa percentuale registrata nel 2023. La crescita è stata supportata dalla



Hermes Bianchetti
(Banca Valsabbina)

“Le PMI hanno la necessità di accedere al mercato dei capitali in modo efficiente per poter investire sulla propria crescita. Nel contesto attuale nasce l’opportunità di sviluppare prodotti finanziari complementari al credito tradizionale, coniugando tradizione e innovazione, per adattarsi alla complessa esigenza delle imprese”

domanda interna con un incremento dello 0,5% degli investimenti fissi lordi e dello 0,6% dei consumi finali nazionali. Per quel che riguarda i flussi con l’estero, le importazioni di beni e servizi sono scese dello 0,7% e le esportazioni sono aumentate dello 0,4%. Durante l’anno è stata però osservata una decelerazione della crescita. L’Italia si posiziona nel 2024 sotto la media di incremento del PIL nell’area Euro; è battuta da Spagna e Francia ma è sopra la Germania.

L’inflazione è tornata ai livelli precedenti il 2022, con un incremento annuale dei prezzi pari a +1,3%. Sono scesi i prezzi nel settore delle Comunicazioni mentre sono saliti più della media i prezzi per Istruzione e Servizi ricettivi e di ristorazione.

La Banca Centrale Europea ha cominciato a ridurre i tassi di interesse, come già scontato dai mercati. A inizio 2024 il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali era il 4,5% mentre a fine anno risultava pari al 3,15%.

I mercati azionari hanno vissuto un altro anno positivo; l’indice FTSE Mib è salito del 12,6%. Così come nel 2023, gli indici delle imprese di piccola e media capitalizzazione sono andati peggio (FTSE Italia Mid Cap +7,2%, FTSE Italia Small Cap rimasto praticamente invariato) mentre il FTSE Italia Growth (relativo al listino non regolamentato per le PMI Euronext Growth Milan) è sceso del 4,8%.

I tassi sul mercato obbligazionario dell’Euro si sono mantenuti stabili: i titoli di stato decennali tedeschi hanno toccato il 2,6% a marzo 2024 per poi avvicinarsi al 2,0% a fine novembre e chiudere l’anno a quota 2,4%. Lo *spread* dei titoli di Stato decennali italiani era intorno a 160 punti base a inizio 2024 ed è gradualmente sceso, fra alti e bassi, chiudendo dicembre a quota 115.

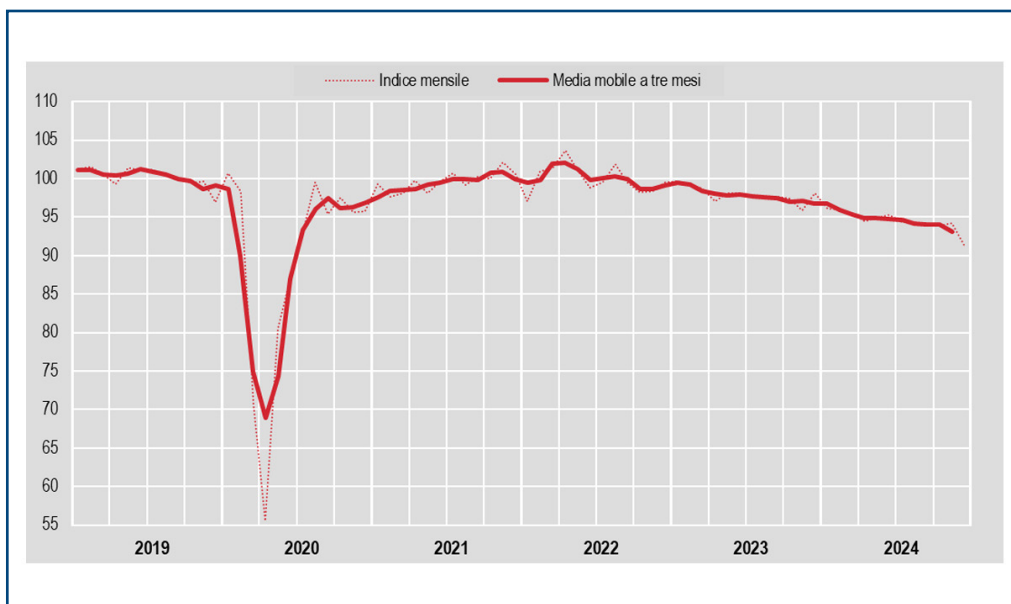
La congiuntura per le imprese

Non mostra inversioni di tendenza il calo della produzione industriale (si veda la Figura 1.1) che è arretrata del 3,5% nel corso del 2024. Solamente l’attività estrattiva, l’energia, le industrie alimentari, bevande e tabacco sono in crescita rispetto all’anno precedente, mentre le flessioni più marcate si rilevano per metallurgia e fabbricazione di prodotti in metallo, per le industrie tessili, abbigliamento, pelli e accessori e per la fabbricazione di mezzi di trasporto.

Nonostante la lieve diminuzione delle esportazioni (che però al netto dei prodotti energetici si rivela essere un piccolo aumento), la bilancia commerciale italiana è ulteriormente migliorata nel 2024 con un avanzo di € 54,9 miliardi. Continua il *trend* favorevole del *deficit* energetico (ulteriormente diminuito), mentre l’avanzo nell’interscambio di prodotti non energetici è di nuovo aumentato. Nel 2024 sono cresciute le esportazioni verso Turchia (+23,9%), area ASEAN (+10,3%), Paesi OPEC (+6,6%) e Spagna (+4,3%). Arretrano invece i flussi verso la Cina (-20,0%), la Germania (-5,0%) e la Francia (-2,1%).

Figura 1.1

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



I contributi positivi maggiori sono dovuti alle esportazioni di articoli sportivi, giochi, strumenti musicali, preziosi, strumenti medici (+19,6%), articoli farmaceutici, chimico-medicinali e botanici (+9,5%) e prodotti alimentari, bevande e tabacco (+7,9%). Frenano invece le esportazioni di autoveicoli (-16,7%), altri mezzi di trasporto (-8,9%) e *coke* e prodotti petroliferi raffinati (-15,4%).

Per quanto riguarda la *performance* operativa delle imprese, dai rendiconti del 2023 emerge un calo generale dei ricavi, più marcato per le grandi imprese. Secondo l'Osservatorio sui bilanci delle società di capitale della Fondazione Nazionale dei Commercialisti (si veda la Figura 1.2) le imprese con più di 100 addetti hanno visto un calo del volume d'affari del 9,2% mentre per le PMI con numero di addetti compreso fra 10 e 100 si registra un incremento medio fra il 3,3% e il 3,7%. Sono state particolarmente penalizzate le imprese del Centro Italia e quelle del settore dei servizi. Buona crescita invece per le costruzioni e per alloggi-ristorazione e in generale per le società al Sud. Nel 2023 è salita al 76% la quota delle società di capitale che chiudono il bilancio in utile e nelle PMI la percentuale arriva fino all'89%. I primi dati per il 2024 non sembrano incoraggianti: le statistiche sui flussi mensili della fatturazione elettronica mostrano un calo dell'imponibile IVA pari a 1,1% nei primi 10 mesi, in linea con il già evidenziato calo della produzione industriale. Le maggiori difficoltà sono state registrate dall'industria automobilistica e dal comparto della moda.

Sempre secondo la Fondazione Nazionale dei Commercialisti, si ipotizza una possibile ripresa, ma solo in termini nominali, nel 2025, anno in cui si dovrebbe registrare un incremento pari a +1,8%, che si tradurrebbe in una variazione quasi nulla al netto dell'inflazione. Stime analoghe sono condotte dal Cerved Industry Forecast 2024-25, secondo cui i comparti dei mezzi di trasporto, moda, elettromeccanica e costruzioni dovrebbero beneficiare dei cantieri infrastrutturali, mentre il comparto immobiliare potrebbe essere favorito dalla parziale discesa dei tassi e quindi dei mutui. Le performance peggiori, invece, riguardano i settori dei materiali per l'edilizia che subiscono la frenata delle costruzioni, ma anche gli apparecchi per riscaldamento e i grandi elettrodomestici che avevano beneficiato degli incentivi per l'edilizia. In calo strutturale l'editoria di quotidiani e periodici e l'industria grafica.

Gli Stati Uniti sono il secondo *partner* commerciale dell'Italia dopo la Germania e quindi gli annunciati dazi imposti dalla amministrazione Trump verso i prodotti europei potrebbero minacciare alcuni settori con una forte vocazione all'*export*. L'analisi di Cerved mostra che tra i comparti più colpiti ci sarebbero i mezzi di trasporto (che indirizzano negli Usa il 17,9% del loro *export*), la chimica e farmaceutica (13,8%), l'elettromeccanica (11,7%), i prodotti del largo consumo (12,9%), del sistema moda (9,8%) e del sistema casa (9,1%). Più nel dettaglio per acqua minerale e bevande, oli e grassi e vino (prosecco) gli

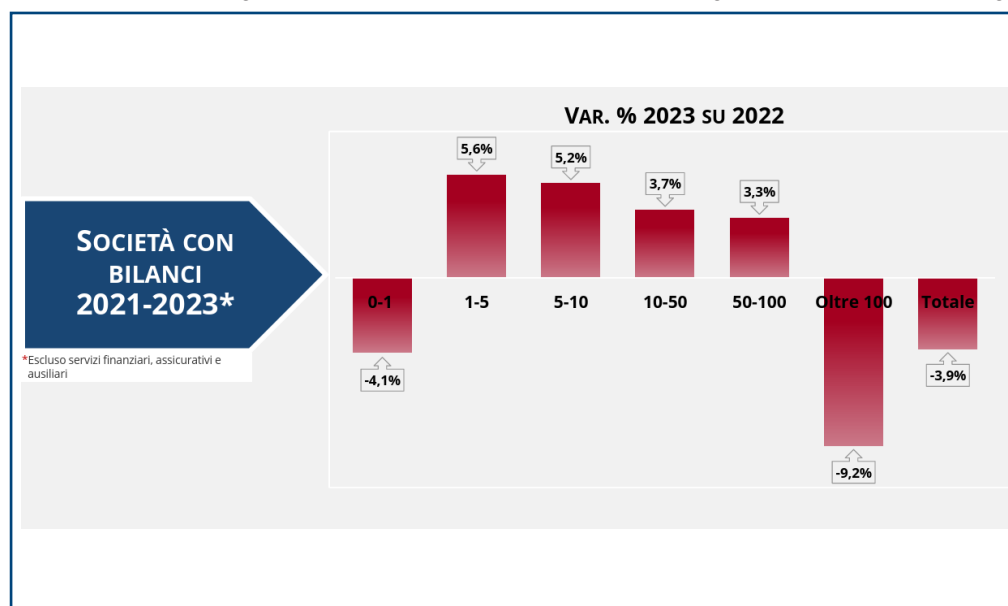
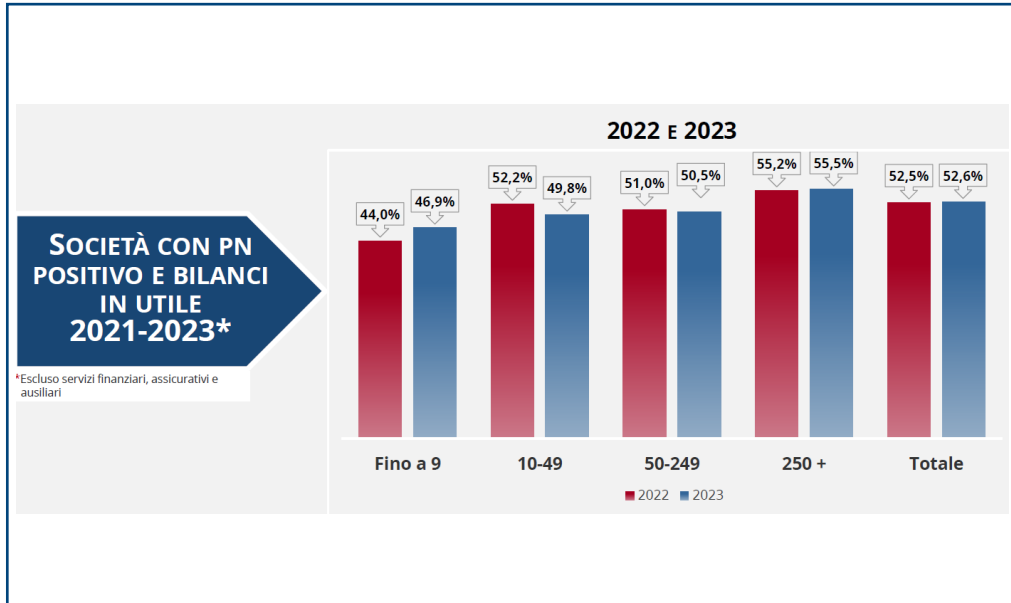


Figura 1.2

Variatione media dei ricavi di conto economico nel 2023 rispetto al 2022 ottenuti dalle imprese industriali italiane, per numero di addetti. Fonte: Osservatorio sui bilanci delle società di capitale - Fondazione Nazionale dei Commercialisti

Figura 1.3

Rapporto fra debiti e totale dell'attivo per dimensione d'impresa (numero di dipendenti): valori nel 2022 e 2023.
Fonte: Osservatorio sui bilanci delle società di capitale - Fondazione Nazionale dei Commercialisti



USA sono i primi importatori mentre per sistemi di difesa, bevande analcoliche, aeromobili, marmo più di un quarto dell'export è destinato al mercato statunitense.

L'indebitamento delle PMI e la disponibilità di credito

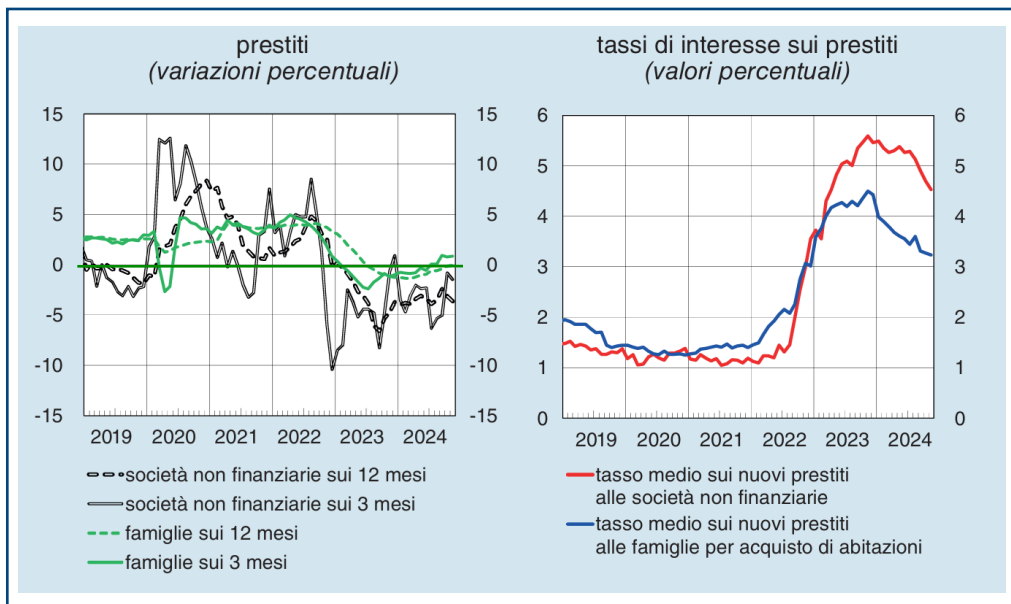
La Figura 1.3 descrive il rapporto fra indebitamento e totale attivo per le imprese monitorate dall'Osservatorio sui bilanci delle società di capitale della Fondazione Nazionale dei Commercialisti. Si trova un incremento per le microimprese con addetti minore di 10 e un lieve decremento per le altre PMI. In linea con l'andamento dei tassi di interesse sul mercato, nel 2023 si è registrato un incremento del costo del capitale a prestito. Ciononostante, secondo lo Studio Pagamenti di Cribis, i tempi medi di pagamento delle fatture sono leggermente migliorati: nel 2024 la percentuale di aziende puntuali nelle liquidazioni è salita dal 43,7% al 45,1%.

Attingendo dalle statistiche del Bollettino Economico di Banca d'Italia, la Figura 1.4 mostra come nel 2024 sia proseguita la stretta creditizia per le imprese, con un continuo calo dell'offerta di prestiti. La riduzione risulta più accentuata per le imprese con meno di 20 addetti e per il comparto della manifattura. C'è stato invece un piccolo aumento del flusso di prestiti alle famiglie.

In coerenza con l'inizio della discesa dei tassi di interesse, nel 2024 si registra un calo del costo del capitale richiesto dalle banche, che si mantiene comunque più elevato rispetto a

Figura 1.4

Il credito bancario a favore delle imprese non finanziarie e delle famiglie in Italia: variazione dello stock disponibile dal 2019 al 2024 e tassi di interesse sui nuovi prestiti.
Fonte: Bollettino Economico, Banca d'Italia



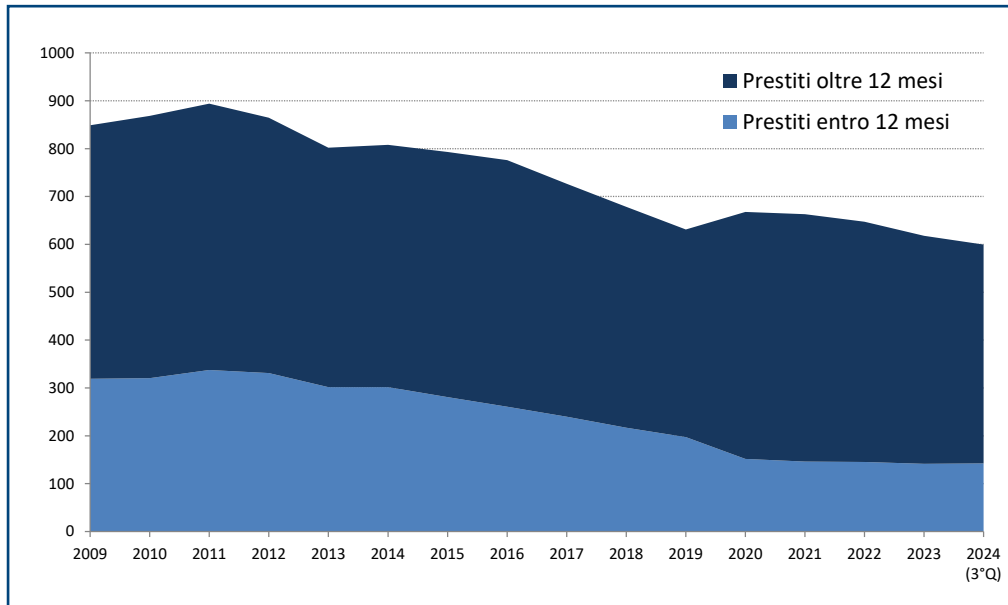


Figura 1.5

Passività delle società non finanziarie italiane dal 2009 al 2024: andamento dei prestiti (*stock* complessivo a fine anno) concessi da Istituzioni Finanziarie Monetarie. Valori in € miliardi. Fonte: Conti finanziari, Banca d'Italia

quello richiesto sui mutui immobiliari. Sempre secondo i dati di Banca d'Italia¹ il TAEG sui prestiti entro 1 anno alle società non finanziarie per importi sopra € 1 milione è sceso al 4,82% (un anno fa era salito al 5,30%). Permangono significative differenze regionali: se al Nord-Ovest siamo al 4,55%, al Sud e nelle Isole ci attestiamo al 5,35%.

La Figura 1.5 evidenzia lo *stock* di credito erogato dalle Istituzioni Finanziarie Monetarie italiane alle imprese non finanziarie residenti² a partire dal 2009; è ben evidente il *trend* negativo sia sui prestiti a breve che su quelli a lungo, interrotto solo durante la pandemia Covid-19, che ha portato nel corso del tempo ad una minore offerta complessiva di credito dalle banche per oltre € 230 miliardi. Gli ultimi dati (terzo trimestre 2024) indicano per la prima volta uno *stock* inferiore a € 600 miliardi.

¹ Fonte: "Banche e istituzioni finanziarie: condizioni e rischiosità del credito per settori e territori". Dati riferiti alle società non finanziarie e famiglie escluse le ditte individuali.

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

La raccolta attraverso il mercato obbligazionario

Secondo i dati di Banca d'Italia³ riportati in Figura 1.6, nel 2024 le emissioni lorde di *bond* da parte di tutte le imprese non finanziarie italiane hanno segnato un nuovo valore *record* pari a € 78,82 miliardi; al netto dei rimborsi (anch'essi significativi) siamo però sotto il 2023, a € 6,56 miliardi. Si tratta di un *trend* che accomuna anche altri mercati mondiali: secondo l'associazione SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association) negli USA nel 2024 le emissioni di *corporate bond* hanno registrato un flusso di oltre \$ 1.800 miliardi, il 30% in più rispetto al 2023.

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

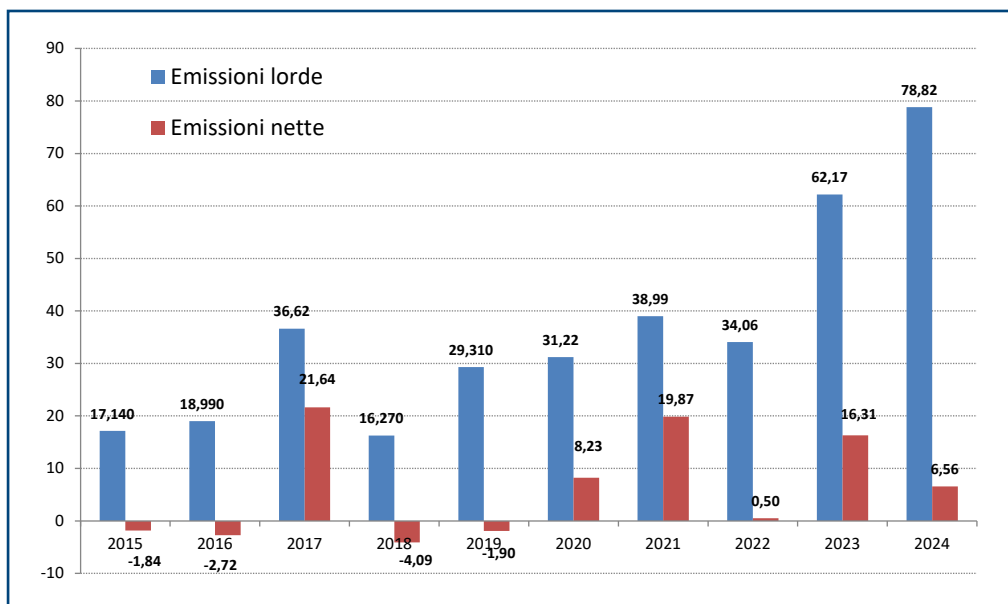


Figura 1.6

Emissioni obbligazionarie (lorde e al netto dei rimborsi) di imprese italiane non finanziarie dal 2015 al 2024 (dati in € miliardi). Fonte: Banca d'Italia

La normativa rilevante

Negli ultimi mesi non abbiamo registrato novità significative dal punto di vista della regolamentazione.

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

Tabella 1.1

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

Decreto	Principali innovazioni
D.L. 83/2012 'Sviluppo' e D.L. 179/2012 'Sviluppo-bis'	<ul style="list-style-type: none"> • Eliminati i limiti massimi quantitativi prima previsti dall'art. 2412 del Codice Civile per le obbligazioni, sotto determinate condizioni • Estensione a società non quotate della deducibilità degli interessi passivi, per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione e sottoscritti da investitori qualificati che non detengano più del 2% del capitale azionario • Deducibilità dei costi di emissione per le società non quotate • Esenzione della ritenuta alla fonte sui proventi per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione di Stati membri dell'UE o Paesi in "White List"
D.L. 145/2013 'Destinazione Italia'	<ul style="list-style-type: none"> • Semplificazione delle procedure di cartolarizzazione e maggiore protezione per gli investitori • Obbligazioni, titoli cartolarizzati, quote di fondi di <i>minibond</i> ammissibili come attivi a copertura delle riserve tecniche assicurative • Possibile garanzia dei titoli collateralizzati emessi da banche, anche di titoli societari e crediti alle PMI • Estensione dell'attività del Fondo Centrale di Garanzia anche a fondi per investimenti su singole emissioni e portafogli
D.L. 91/2014 'Competitività'	<ul style="list-style-type: none"> • Eliminazione della ritenuta d'acconto sui finanziamenti di medio-lungo termine concessi da fondi e assicurazioni esteri • Eliminazione della ritenuta d'acconto su interessi e proventi di obbligazioni anche non quotate in sistemi multilaterali, purché collocati da investitori istituzionali • Estensione dell'imposta sostitutiva a cessioni di crediti garantiti
Legge 145/2018 ('Legge di Bilancio 2019')	<ul style="list-style-type: none"> • Modifica della normativa sui PIR • Modifica della Legge 130/99 sulle cartolarizzazioni • Facoltà per le piattaforme di <i>equity crowdfunding</i> autorizzate da Consob di collocare <i>minibond</i> a investitori professionali in una sezione dedicata
Legge 157/2019 ('Decreto Fiscale 2020') e Legge 160/2019 ('Legge di Bilancio 2020')	<ul style="list-style-type: none"> • Ulteriori modifiche della normativa sui PIR
D.L. 18/2020 ('Cura Italia') e D.L. 23/2020 ('Liquidità')	<ul style="list-style-type: none"> • Estensione delle garanzie pubbliche sui <i>minibond</i> • Nuova misura 'Garanzia Italia' gestita da SACE (ora terminata)
D.L. 34/2020 ('Rilancio')	<ul style="list-style-type: none"> • Introduzione dei 'PIR alternativi'
D.L. 73/2021 ('Sostegni-bis')	<ul style="list-style-type: none"> • Introduzione di una sezione del Fondo di Garanzia a supporto della cartolarizzazione tradizionale o sintetica di portafogli di <i>minibond</i> (operativa dal 2023)
Regolamento UE 2020/1503 European Crowdfunding Service Providers (ECSP)	<ul style="list-style-type: none"> • Possibilità per i gestori autorizzati di servizi di <i>crowdfunding</i> per le imprese di collocare <i>minibond</i> a investitori anche non professionali
Legge 21/2024 ('Capitali')	<ul style="list-style-type: none"> • Modifiche alla disciplina sul limite massimo delle emissioni per le SpA • Sottoscrizione e circolazione dei <i>minibond</i> emessi da Srl anche fra investitori professionali non vigilati



Cristiano Galli
(Banca Finnat)

"Nell'ottica dello sviluppo del mercato del debito privato è utile rilevare che l'implementazione del Framework Basilea IV riguardante, tra l'altro, la gestione del profilo di rischio di credito dell'attività bancaria potrebbe determinare una ulteriore e graduale riduzione di flussi finanziari a supporto del sistema delle realtà corporate, soprattutto PMI. Un sempre maggiore sviluppo di modalità di finanziamento complementare, favorito anche dal crescente coinvolgimento di investitori istituzionali e di operatori finanziari specializzati, potrebbe supportare le imprese nella diversificazione delle fonti di finanziamento e nel rafforzamento della capacità competitiva"

Il segmento obbligazionario Euronext Access Milan di Borsa Italiana

L'esigenza di un listino borsistico pensato per i titoli di debito delle PMI viene recepita da Borsa Italiana nel febbraio 2013 con la nascita di ExtraMOT PRO, il segmento professionale del mercato ExtraMOT ove quotare *project bond*, obbligazioni, cambiali

La nuova Savings and Investments Union (SIU), presentata dalla Commissione Europea il 19 marzo 2025, segna un cambio di passo rispetto al progetto della Capital Markets Union (CMU) lanciata nel 2014 dal presidente Jean-Claude Juncker.

Vi è ampio consenso sul fatto che per anni la CMU sia rimasta un progetto incompiuto, rallentato dalle resistenze degli Stati membri, che non vogliono cedere il controllo sui propri mercati finanziari. Ogni Paese ha difeso il proprio quadro normativo, la propria vigilanza e le proprie borse. Mancava inoltre una vera urgenza politica, e le istituzioni europee non avevano gli strumenti né la spinta per imporre un cambiamento sistemico.

Oggi però il contesto è mutato radicalmente. La Commissione, supportata dai rapporti Letta e Draghi, parla di una vera urgenza geopolitica e strategica: l'Europa deve diventare competitiva nel finanziamento dell'innovazione, della transizione verde e della difesa. E per farlo deve mobilitare il proprio risparmio privato, pari a oltre € 10.000 miliardi, oggi parcheggiato su conti a basso (se non nullo) rendimento.

La SIU punta proprio a questo: trasformare il risparmio in investimenti, rendendo accessibili a tutti strumenti di *asset allocation* semplici, digitali e incentivati fiscalmente. L'obiettivo è anche culturale: aumentare l'alfabetizzazione finanziaria e coinvolgere i cittadini nel futuro economico del continente. Secondo l'Eurobarometer ben il 18% dei cittadini ha competenze insufficienti e in Italia siamo a livelli ancora più bassi. Il tema riguarda con maggiore problematicità le donne, che rischiano quindi di essere più emarginate e svantaggiate nell'accesso al capitale e al risparmio.

Il documento proposto dalla Commissione prevede:

- l'introduzione di conti pan-europei di risparmio e investimento;
- una strategia di alfabetizzazione finanziaria;
- la revisione dei fondi pensione europei e delle norme sul *venture capital*;
- semplificazione normativa, armonizzazione fiscale, e persino una maggiore centralizzazione della vigilanza in alcuni settori strategici.

La CMU era un progetto tecnico, rivolto a imprese e mercati. La SIU vuole essere invece una più ampia iniziativa politica, sociale e strategica: punta a integrare davvero i mercati del capitale europei, unendo risparmio, investimento e crescita in una visione comune.

Il mercato della finanza alternativa al credito bancario non può che beneficiare di riforme che vanno nella direzione dell'integrazione e della mobilitazione del risparmio. Da una parte l'esperienza italiana dei *minibond* è considerata un caso interessante che potrebbe essere esportato in altri contesti, dall'altra parte l'arrivo di nuovi possibili investitori specializzati europei potrebbe aumentare l'efficienza e la competitività, riducendo il costo del *funding* per le PMI italiane.

Box 1.1

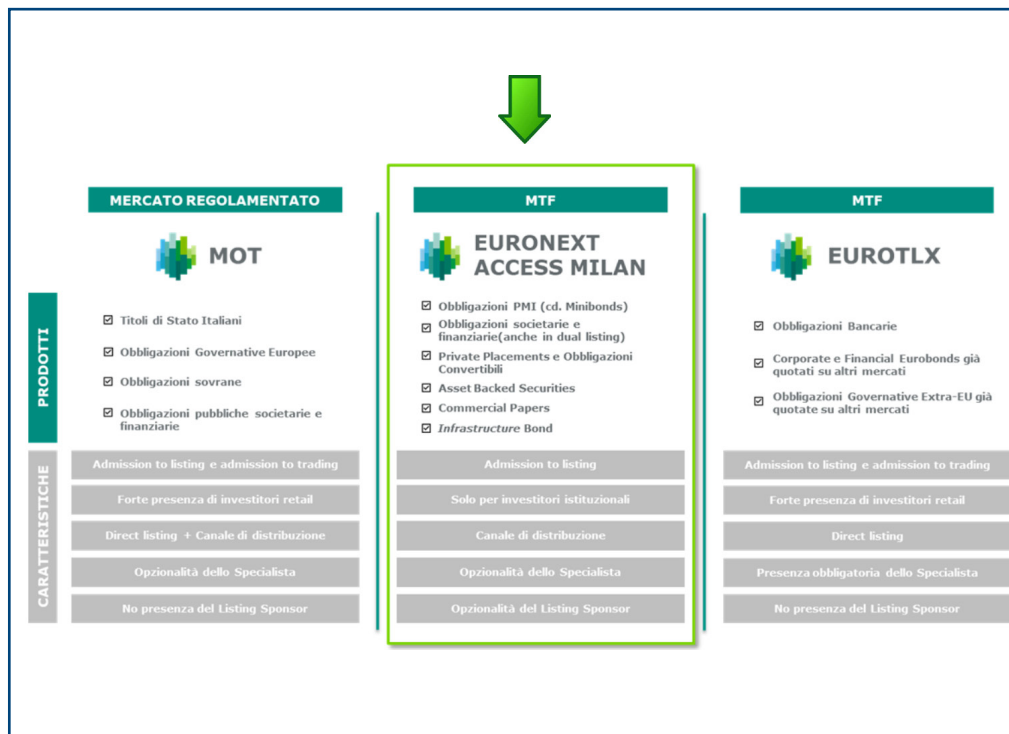
Dalla 'Capital Market Union' alla 'Savings and Investments Union'

finanziarie, *asset backed securities* (ABSs) e strumenti partecipativi. Dal 16 settembre 2019, ExtraMOT si è arricchito di un ulteriore segmento con ExtraMOT PRO³ 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 PRO³ è entrato a tutti gli effetti del gruppo pan-europeo. Da settembre 2023, in concomitanza con la migrazione alle piattaforme di negoziazione del gruppo Euronext, il mercato ExtraMOT di Borsa Italiana è stato rinominato Euronext Access Milan (si veda la Figura 1.7).

Il nuovo mercato si propone come unico segmento interamente dedicato ad investitori professionali e permette un accesso al mercato ancora più semplice e flessibile, grazie all'ulteriore semplificazione del processo di quotazione. Inoltre, la sua apertura ed emittenti esteri permette alle società di incrementare la propria visibilità e reputazione grazie alle caratteristiche internazionali del mercato, che con la sua impronta pan-Europea e il suo allineamento alle *best-practices* internazionali ha migliorato la propria efficienza. L'obiettivo del listino è quello di dare visibilità delle società quotate e permettere loro di beneficiare delle iniziative mirate a facilitare l'accesso ai capitali e ridurre i costi di *market funding*. Nel nuovo segmento, possono essere ammessi alle negoziazioni, esclusivamente su domanda dell'emittente, obbligazioni o altri strumenti di debito emessi da società di capitali (società per azioni e società a responsabilità limitata), società coope-

Figura 1.7
Il posizionamento di Euronext Access Milan rispetto ai mercati obbligazionari gestiti da Borsa Italiana.



relative, mutue assicuratrici o enti, inclusi gli enti locali o società da questi controllate ai sensi dell'articolo 2359 del Codice Civile. È, inoltre, possibile ammettere titoli di debito emessi da società estere, purché nel rispetto dei requisiti previsti dal Regolamento di Mercato e dalle procedure di ammissione di Borsa Italiana.

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

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

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

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

Il costo di ammissione per ciascuno strumento è particolarmente competitivo: in caso di collocamento tradizionale, la *fee una tantum* è pari a € 3.000 per strumento finanziario con valore nominale fino a € 50 milioni, e a € 5.000 per valori nominali superiori ai € 50 milioni. Per le obbligazioni e altri titoli di debito già negoziati su un Mercato Regolamentato o su un Sistema Multilaterale di Negoziazione, il corrispettivo per la quotazione su Euronext Access Milan è pari a € 3.000 per strumento. In caso di *dual listing* con un altro mercato del Gruppo Euronext, è previsto un costo di ammissione ridotto pari a € 1.000 per strumento.

Per quanto riguarda le cambiali finanziarie, il corrispettivo è pari a € 2.500 in caso di emissione *stand-alone*, oppure € 150 se emesse nell'ambito di un Programma già ammesso, che comporta un costo di approvazione pari a € 3.000 e un costo annuo di mantenimento di € 2.000.

⁴ 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)

Infine, per le Asset Backed Securities è previsto un costo di ammissione pari a € 3.000 per ciascuna *tranche*, cui si aggiunge un corrispettivo annuale per emittente pari a € 2.000.

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

La flessibilità deriva da requisiti di ammissione meno stringenti rispetto al mercato regolamentato MOT, aperto anche agli investitori *retail*. Tutto ciò si traduce in maggiore rapidità e costi indiretti di quotazione più bassi. Inoltre il contesto informativo e infrastrutturale viene modulato a seconda delle esigenze dell'investitore (è possibile quindi pubblicare il Prospetto piuttosto che il Documento di Ammissione, in lingua inglese o italiana; si possono adottare i principi contabili domestici od internazionali; il *clearing* può essere domestico o internazionale; si può prevedere uno specialista a supporto della liquidità oppure no). Per le società aventi azioni negoziate in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, inoltre, è previsto un *iter* di quotazione ulteriormente semplificato. In questo caso, infatti, il documento di ammissione a quotazione dovrà contenere solo i fattori di rischio relativi ai titoli oggetto dell'offerta e/o ammessi alla negoziazione e il regolamento del prestito mentre possono essere omesse tutte le altre informazioni normalmente richieste, ivi incluse quelle relative all'emittente. Dal 2016 Borsa Italiana offre la possibilità di implementare una procedura di distribuzione diretta che consente all'emittente di collocare *minibond* attraverso la piattaforma tecnologica per il tramite di un operatore incaricato aderente, accedendo così direttamente al vasto *network* di intermediari interconnessi al mercato, aggregatore di tutte le reti distributive bancarie.

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

L'attenzione degli investitori verso le tematiche ESG (Environmental, Social, Governance) è in continua crescita e il mercato degli investimenti sostenibili è molto attivo, dinamico e in costante sviluppo. Per questo, da marzo 2017 Borsa Italiana ha deciso di offrire agli investitori istituzionali e *retail* la possibilità di individuare le obbligazioni i cui proventi vengono destinati al finanziamento di progetti con specifici benefici o impatti di natura ambientale (*green bond*), sociale (*social bond*) ovvero entrambi (*sustainability bond*). Sui listini di Borsa Italiana è inoltre possibile quotare obbligazioni dotate di 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 Euronext Access Milan ad oggi ne risultano quotati 93, collocati da 26 emittenti per un controvalore di circa € 56,4 miliardi; tra questi troviamo diverse tipologie di titoli come Green/Green Infrastructure/Social/Sustainability/Sustainability-Linked/Transition/Climate Action. A sottolineare l'importanza del tema della sostenibilità, nel gennaio 2021 Borsa Italiana ha avviato la 'Sustainable Finance Partnership' con l'obiettivo di creare una cultura e un ecosistema integrato per lo sviluppo della finanza sostenibile. Il mercato contribuisce a rendere il Gruppo Euronext il primo in Europa per la quotazione di titoli obbligazionari ESG.

Vediamo nel seguito gli adempimenti richiesti specificatamente per la quotazione dei *minibond* nel segmento Euronext Access Milan.

Il Documento di Ammissione

La società emittente ha l'obbligo di redigere un Prospetto o in alternativa un Documento di Ammissione. Il Prospetto deve rispondere alle disposizioni del Regolamento Prospetti 809/2004 in cui si definiscono le informazioni che devono essere contenute, il modello del Prospetto, aspetti relativi alla pubblicazione e alla diffusione. Generalmente il Prospetto viene preferito dalle grandi società che emettono obbligazioni con controvalore a partire da € 200 milioni. Il Documento di Ammissione – raccomandato per emissioni di taglia inferiore – deve invece essere redatto secondo le disposizioni del regolamento del segmento Euronext Access Milan (disponibile *online*). A partire dal terzo trimestre del 2024, per agevolare ulteriormente gli emittenti e standardizzare il processo documentale, è stato introdotto un *template* ufficiale del Documento di Ammissione, concepito per guidare passo dopo passo la predisposizione dei contenuti richiesti. L'utilizzo del *template* consente una significativa riduzione dei tempi di revisione e approvazione, aumentando l'efficienza e la qualità complessiva dell'*iter* di ammissione.

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

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

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

Le semplificazioni attualmente in vigore, introdotte con il lancio di Euronext Access Milan nel 2023, prevedono che:

- per emittenti già quotate su mercati regolamentati o MTF, il Documento di Ammissione debba includere unicamente i fattori di rischio relativi ai titoli oggetto dell'offerta e/o ammessi alla negoziazione (omissibili nel caso di obbligazioni convertibili) e il regolamento del prestito;
- per operazioni di cartolarizzazione relative a strumenti finanziari con garanzia pubblica almeno pari all'80% del valore nominale, o sottoscritti per almeno il 50% da soggetti di natura pubblica, non è necessario includere i fattori di rischio dell'emittente; è sufficiente una descrizione dell'operazione in cui viene inserito lo strumento;
- il Documento di Ammissione non deve essere necessariamente pubblicato; è sufficiente che sia redatto e messo eventualmente a disposizione su richiesta di un investitore interessato ad acquistare gli strumenti sul mercato secondario.

I fattori di rischio indicativi da riportare (ove applicabili) riguardano: l'indebitamento, le dinamiche settoriali, i *covenant* finanziari, eventuali contenziosi, operazioni infra-gruppo, il contesto macroeconomico e i rischi di illiquidità, nel caso in cui gli investitori iniziali non siano stati totalmente investitori professionali. Tali elementi devono essere calibrati sulla base delle caratteristiche specifiche dell'emittente e dell'emissione.

Infine, per i *green* e *social bond*, l'emittente ha l'obbligo di fornire annualmente adeguata informativa sull'utilizzo dei proventi dell'emissione, fino al momento della loro completa allocazione.

Pubblicazione dei bilanci

La società emittente è tenuta a rendere disponibili i bilanci d'esercizio relativi all'ultimo esercizio contabile, comprensivi dei bilanci consolidati ove predisposti, sottoposti a revisione legale da parte di una società di revisione o di un ente iscritto all'Albo, in conformità alle disposizioni del D.Lgs. 39/2010.

Nel caso di emittenti derivanti da operazioni straordinarie, o che abbiano registrato modifiche sostanziali nella propria struttura patrimoniale nel corso dell'esercizio prece-

dente alla presentazione della domanda di ammissione (o successivamente), è possibile presentare bilanci pro-forma certificati dal revisore incaricato. Tale previsione è coerente con quanto stabilito dal Regolamento dei Mercati tra i requisiti di ammissione alla quotazione sul mercato MOT.

Listing sponsor

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

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

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

Attribuzione del codice ISIN

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

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

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

La richiesta di ammissione

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

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

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

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

Adempimenti post-quotazione



Anna Marucci
(Euronext)

“Le iniziative dell’Unione Europea, come la Capital Markets Union e la European Saving and Investment Union, delineano una prospettiva chiara di integrazione e sviluppo dei mercati dei capitali, orientata a una più efficiente allocazione del risparmio europeo verso l’economia reale. In questo scenario favorevole, le società italiane per la loro crescita possono contare su Euronext Access Milan, parte del Gruppo Euronext che integrando sette borse europee, offre visibilità internazionale in un quadro regolamentare proporzionale e semplificato, allineato alle migliori prassi europee”

Box 1.2**Il punto sulle garanzie pubbliche**

(a cura di Claudio Calvani)

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

“Il combinato disposto delle misure agevolate, dei mitiganti statali e della finanza pubblica alternativa è oramai una verticale ben definita del mercato dei capitali al servizio delle imprese e interessa anche il mondo dei minibond”

Il 2025 sarà un anno di novità per il credito alle imprese, dal canale bancario tradizionale alle forme più alternative.

Sul primo fronte, le garanzie statali sui finanziamenti continuano a facilitare l'incontro tra domanda e offerta, nonostante le varie modifiche susseguitesi nel percorso di graduale rientro dal regime straordinario vigente nel periodo Covid: un percorso iniziato già da tempo e che, come naturale ed ampiamente prevedibile, si riflette nell'evoluzione dei numeri registrati da tali garanzie. Nel 2024 gli importi garantiti dal Fondo di Garanzia gestito da Mediocredito Centrale (MCC) hanno raggiunto quota € 29,9 miliardi (in calo del 13,8% rispetto al 2023) a fronte di € 42,5 miliardi di finanziamenti accolti (-7,7%), dati molto distanti dai € 41,9 miliardi di garanzie concesse su € 53,7 miliardi di debito deliberato nel 2022.

Da gennaio 2025, si è ridotta al 50% la soglia di copertura sulle operazioni di liquidità, mentre sono rimaste invariate rispettivamente all'80% la quota sugli investimenti e sempre al 50% quella sul capitale di rischio; in generale, per le banche va considerato l'ormai prossimo incremento dei costi operativi, alla luce della previsione in Legge di Bilancio di un premio aggiuntivo - che entrerà in vigore con un prossimo decreto di Mimit e Mef entro la metà dell'anno - da versare al Fondo in base all'utilizzo più o meno "massiccio" della garanzia.

Lato SACE, conclusa nel 2023 l'operatività di Garanzia SupportItalia - nata nel contesto dalla crisi ucraina - con un bilancio nell'ultimo anno di oltre 4.000 garanzie per € 16,5 miliardi garantiti su un totale di finanziamenti superiore a € 17 miliardi, nel 2024 l'offerta di garanzie si è articolata in un tris di prodotti a condizioni di mercato (Archimede, Futuro e Green) che hanno riscontrato il favore di banche e imprese (al terzo trimestre 2024 gli impegni della sola Garanzia Archimede ammontavano a € 4,9 miliardi, con un *target* di € 5,3 miliardi entro i primi mesi del 2025).

Tra le novità del nuovo anno, si segnala l'entrata in vigore dal 1 aprile della nuova Convenzione Unica di SACE, che apporta alcune modifiche al precedente assetto: tra queste, l'ampliamento del perimetro di spese ammissibili, in cui rientrano - in linea generale - gli investimenti eleggibili in Italia e all'estero per immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie o per connesse esigenze di circolante, oltre ad eventuali spese già sostenute ("ripristino di liquidità" o "*reach-back*") al massimo entro i 60 mesi precedenti alla richiesta del finanziamento e a patto di - salvo determinati casi - sostenere almeno un 10% di nuove spese eleggibili entro i successivi tre anni. Ai sensi della Convenzione Unica, la garanzia copre fino al 70% dei finanziamenti (incluso il Confirming, esclusi i titoli di debito, *leasing* e *factoring*) concessi da banche e istituzioni finanziarie (esclusi SGR/fondi di *private debt*/FIA), ora anche in *pool*, fino a € 50 milioni e con durata massima 20 anni.

In ambito finanza agevolata, invece, si ravvisano alcuni aggiornamenti agli strumenti per l'internazionalizzazione gestiti da Simest. A breve si aggiungerà una nuova operatività legata all'acquisto di quote non di controllo del capitale di rischio di società italiane o estere, in co-investimento con operatori privati e secondo criteri di mercato. Lato finanziamenti agevolati, dopo i Balcani e l'Africa, anche l'America centrale e meridionale si aggiunge alle geografie in cui è possibile godere di condizioni finanziarie ancora più favorevoli rispetto a quelle canoniche, a valere tanto sulle misure tradizionali ("Inserimento mercati esteri", ecc.) quanto sulla nuova misura *ad hoc* dal titolo "Competitività delle imprese e delle filiere italiane in America centrale o meridionale": quest'ultima, inoltre, prevede la possibilità di destinare parte delle spese a finanziamenti (fino a un massimo di € 600.000) volti agli incrementi di capitale sociale di proprie controllate o ai finanziamenti soci, possibilità introdotta anche sulla linea "Transizione Digitale ed Ecologica" con un massimale ancor più ampio (€ 800.000) per le imprese energivore o che abbiano intrapreso percorsi di efficientamento energetico, alle quali viene anche esteso il beneficio del contributo a fondo perduto e semplificato il requisito di eleggibilità alle agevolazioni. Nel 2024 Simest ha supportato oltre 5.000 aziende (più del doppio rispetto al 2023), di cui il 90% PMI, mobilitando un importo totale superiore ad € 8 miliardi (+14%): più del 70% delle domande ha riguardato la *twin transition*. Sempre in tema di sostenibilità ambientale, va altresì segnalata l'apertura della misura PNRR "Autoproduzione di energia da fonti rinnovabili nelle PMI", in particolare da impianti solari fotovoltaici o minieolici, che supporta programmi fino a € 1 milione con un contributo a fondo perduto di intensità variabile tra il 30% ed il 50% delle spese eleggibili.

A livello regionale, non mancano gli interventi promossi per migliorare l'accesso al capitale delle PMI. In Lombardia è attivo il Bando Nuova Impresa (sportello 2025) che prevede contributi a fondo perduto fino a € 10.000. In Piemonte fino al 13/5/2025 è aperto il bando "Dalla ricerca al mercato: sostegno a progetti finalizzati alla valorizzazione dei risultati di attività di RSI (ricerca, sviluppo e innovazione)". La Regione Calabria ha istituito il "Fondo Competitività Imprese" con l'obiettivo di sostenere gli investimenti produttivi delle PMI attraverso finanziamenti a tasso agevolato e contributi in conto capitale. Il bando di adesione è aperto fino al 30/12/2025.

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

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

Euronext Access Milan: alcune statistiche relative al 2024

Alla data del 31 dicembre 2024, secondo quanto diffuso da Borsa Italiana, risultavano quotati su Euronext Access Milan 113 titoli con le caratteristiche introdotte nella definizione di '*minibond*' dell'Osservatorio, emessi da 75 imprese. A inizio anno i titoli erano 119. Nel corso dell'anno si sono quotati 17 nuovi titoli mentre 23 sono stati delistati (anche perché arrivati alla scadenza naturale di rimborso). Molti di questi titoli non hanno registrato scambi durante l'anno: 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 2024 su Euronext Access Milan sono stati emessi da Borgosesia (437 contratti con € 8,9 milioni scambiati), Davis & Morgan (31 contratti per € 2,9 milioni scambiati su 2 titoli diversi) e IPI (11 contratti per € 1,1 milioni).

I *minibond* in Europa nel 2024

L'Italia ha rappresentato 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.

Nel 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 Euronext Access Milan. I requisiti di ammissione infatti sono gli stessi applicabili al listino borsistico principale. Il lotto minimo 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 2024 il mercato ORB vantava 40 titoli negoziati⁵ (a fine 2023 erano 39) con un volume medio degli scambi mensili intorno a 300.000 sterline. Il controvalore medio della raccolta sul mercato primario è stato pari a 95 milioni di sterline, considerando che anche grandi imprese si sono affidate a questo mercato per raccogliere capitale.

Ricordiamo che nel Regno Unito, come in Italia, i *minibond* possono essere collocati anche su piattaforme di *crowdfunding*, seppure con alcune limitazioni. La loro diffusione presso investitori *retail* è stata infatti al centro di scandali finanziari per operazioni fraudolente operate dalla London Capital & Finance nel 2016 i cui strascichi sono ancora evidenti: nel 2024 la Financial Conduct Authority ha sanzionato PwC per non avere



Danilo Maiocchi
(Innexta)

“Il potenziale del ‘prodotto minibond’ è ancora ampiamente inespresso, e certamente siamo chiamati ad un lavoro di ‘educazione finanziaria’ verso le imprese, in particolare le piccole e medie, sugli strumenti offerti dalla finanza complementare quali i minibond. Come Sistema Camerale italiano intendiamo collaborare con tutti gli operatori, le associazioni, le istituzioni, per favorire questo lavoro”

⁵ Fonte: London Stock Exchange, Retail Bonds Factsheet

segnalato i propri dubbi sulla regolarità contabile del gruppo finanziario di cui all'epoca erano *auditor*.

In Germania esistono listini dedicati ai titoli di debito delle PMI (Mittelstand) nelle diverse piazze finanziarie: Scale a Francoforte, Primärmarkt a Düsseldorf, Mittelstandsbörse Deutschland ad Amburgo-Hannover ed infine M:access bond a Monaco. In generale l'esperienza è stata del tutto deludente, soprattutto a causa dei numerosi casi di *default* delle emittenti.

Un report pubblicato da IR.on AG sulla situazione del mercato obbligazionario tedesco relativamente al 2024 descrive una ripresa delle emissioni (33 collocamenti durante l'anno con più di un miliardo di euro raccolti). Nel 2023 la raccolta era stata di € 788 milioni con 24 operazioni.

Ben più sviluppato in Germania è il mercato degli *Schuldscheindarlehen*, contratti che hanno caratteristiche intermedie rispetto a obbligazioni e prestiti bancari. Secondo la banca pubblica LBBW nel 2024 sono stati raccolti attraverso questi strumenti € 20,7 miliardi con un calo del 9% rispetto all'anno precedente.

In Austria la Borsa di Vienna (Wiener Börse) gestisce un listino non regolamentato (Vienna MTF) per le obbligazioni societarie. La procedura di quotazione è semplice e snella, tanto da avere attratto numerose emittenti europee. Anche i costi sono estremamente contenuti. Alla data del 31/12/2024 erano trattati ben 469 *bond* emessi da 288 società *corporate* non finanziarie⁶; ben 123 di questi sono riconducibili ad aziende italiane, addirittura più delle emissioni austriache (46).

⁶ Fonte: Wiener Börse

In Francia i mercati borsistici più adatti alle emissioni obbligazionarie delle PMI sono Euronext Growth Paris e Euronext Access Paris, dove sono quotati rispettivamente 92 e 97 titoli⁷. 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. 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.

⁷ Fonte: Euronext

In Spagna 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 cambiali finanziarie, obbligazioni, *project bond* e titoli cartolarizzati. Le obbligazioni sono destinate solo a investitori professionali, hanno taglio minimo pari a € 100.000 e possono essere emesse da società per azioni e società a responsabilità limitata.

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

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

A fine 2024 erano quotate sul Marf 35 obbligazioni⁸; il volume annuale delle emissioni è stato pari a € 347 milioni, in crescita rispetto al 2023. In Spagna è particolarmente sviluppato il mercato delle cambiali finanziarie, che hanno raccolto nel solo 2024 € 15,3 miliardi e rappresentano la maggioranza dei titoli presenti su Marf.

⁸ Fonte: Bolsas y Mercados Españoles

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

A fine 2024 risultavano quotati sul Nordic ABM 1.514 *bond*⁹, in aumento rispetto al 2023. La Polonia è un altro Paese dove i *minibond* stanno crescendo. 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 zloty (circa € 200.000). A fine 2024 risultavano quotati 319 titoli¹⁰ collocati da 80 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 nel 2024 ha visto i suoi primi 5 *bond* quotati con € 26,6 milioni raccolti) e Croazia e Slovenia, che hanno ideato congiuntamente il listino Progress (dove al momento sono quotate solo 2 obbligazioni).

⁹ Fonte: Oslo Børs

¹⁰ Fonte: Warsaw Stock Exchange

A Malta esiste un listino non regolamentato specifico per la quotazione di azioni e obbligazioni di PMI, chiamato Prospects, dove a fine 2024 erano quotati 18 *minibond* per un controvalore *outstanding* di € 74 milioni¹¹.

¹¹ Fonte: Borza Malta



2. Le imprese emittenti

In questo Capitolo la ricerca si occupa di analizzare le imprese che nel corso del 2024 hanno collocato sul mercato *minibond*, secondo la nostra definizione metodologica. L'obiettivo è quello di identificare le loro caratteristiche e analizzare eventuali *trend* significativi rispetto al passato. Attraverso l'analisi dei bilanci andiamo poi a osservare la *performance* operativa dopo l'emissione.

Il campione aggiornato fino al 2024: statistiche descrittive

Seguendo la definizione metodologica introdotta nel Capitolo 1 (si veda a pagina 7), nel corso del 2024 risultavano aver collocato *minibond* sul mercato italiano 178 imprese. L'elenco è riportato in Appendice al Report, ed è riferito alle singole emissioni (che risultano essere 208). La differenza fra questi due numeri è legata al fatto che alcune imprese del campione hanno collocato più *minibond*. Nel 2023, invece, le imprese emittenti censite utilizzando gli stessi criteri¹ erano risultate 168; si registra quindi un buon recupero dopo il *trend* negativo descritto nel Report dell'anno scorso.

Il campione del 2024, come si vede dalla Figura 2.1, è composto da:

- 114 società per azioni SpA (pari al 64,0% del totale, percentuale superiore rispetto a quella del 2023);
- 59 società a responsabilità limitata Srl (33,2% del totale, percentuale decisamente più bassa rispetto al 2023);
- 3 società cooperative (pari all'1,7%) ovvero lo stesso numero dell'anno scorso; non sono state registrate emissioni da società consortili;
- 2 emittenti di diritto estero che però fanno parte di un gruppo industriale nazionale (1,1% del campione)

Le imprese che per la prima volta hanno collocato *minibond* nel 2024 risultano essere 126 contro le 125 del 2023, sostanzialmente invariate. La Figura 2.2 evidenzia l'arrivo delle nuove emittenti sul mercato nel corso del tempo.

¹ Si ricorda che da due anni l'Osservatorio ha incluso nel suo ambito di ricerca anche le emissioni delle società con codice ATECO K escludendo solo banche, assicurazioni e finanziarie *ex art.* 106/107. Nei *report* passati potrebbero dunque trovarsi dati diversi.

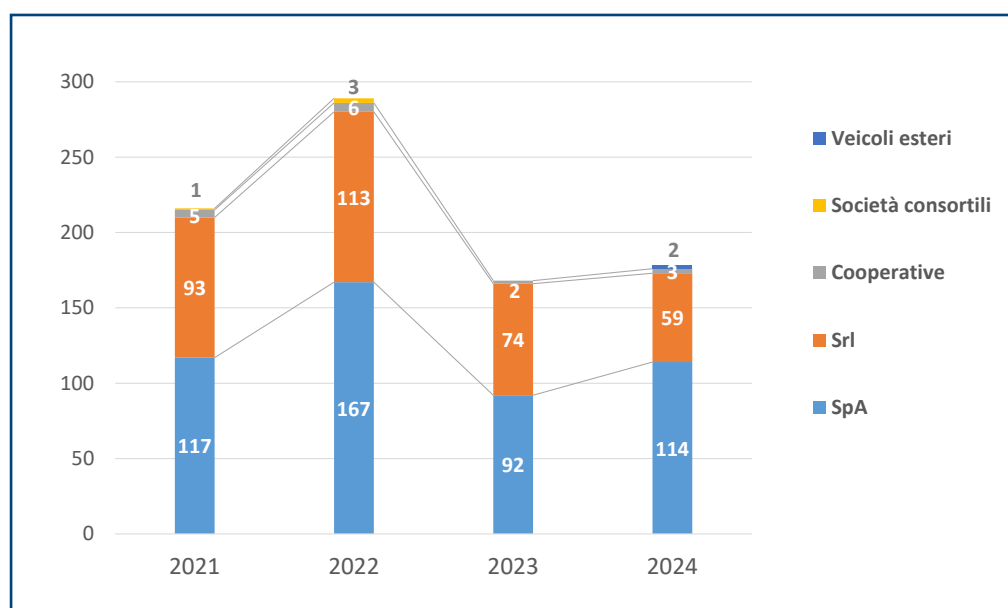
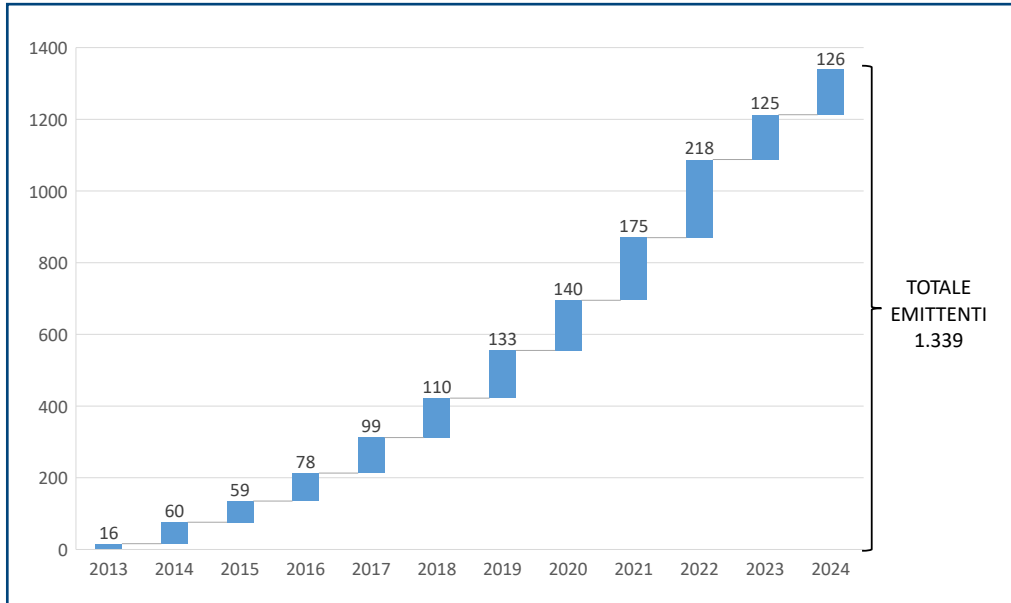


Figura 2.1
Segmentazione delle emittenti di *minibond* sotto € 50 milioni per tipologia di impresa: evoluzione dal 2021 al 2024

Figura 2.2

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



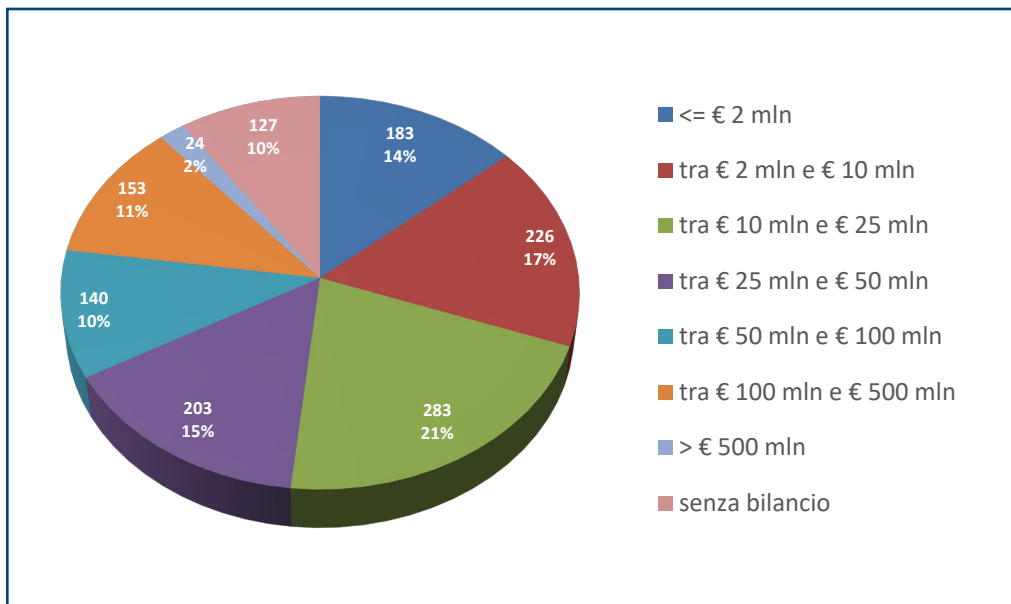
Il 2024 segna quindi un piccolo recupero rispetto al numero di emittenti (vedremo nel Capitolo 3 che esso è più marcato se guardiamo alla metrica del capitale raccolto) e l'arrivo di un discreto numero di *'first time issuer'*. Siamo comunque lontani dall'attività osservata nel 2022.

Anche nel 2024 le emittenti sono in maggioranza PMI (secondo la definizione adottata a livello europeo²). In particolare 105 su 178 rispettano i requisiti dimensionali; la percentuale è pari al 59,0%, decisamente più bassa rispetto al 2023 (era il 73,8%). Le società che possono essere identificate come *'veicoli'* per realizzare acquisizioni nel 2024 sono 4, mentre nel 2023 erano state 8. In quasi tutti i casi sono veicoli costituiti da fondi di *private equity* che usano i *minibond* (sottoscritti da un fondo di *private debt*) per fare leva sull'indebitamento e ottenere una remunerazione prospettica più elevata. Questi veicoli vengono poi inglobati nella società *target* tramite una fusione inversa con l'effetto di spostare il debito sulle sue spalle. Frequentemente l'operazione prevede un pegno sulle azioni della *target* a favore del fondo di *private debt*.

Le imprese emittenti analizzate dal nostro Osservatorio, che dal 2013 al 2024 hanno collocato *minibond* sotto € 50 milioni, formano un campione di 1.339 società. Di queste, il 62,2% sono Società per Azioni, il 35,6% sono Società a responsabilità limitata, l'1,7% sono Società cooperative, lo 0,3% sono società consortili, lo 0,2% sono veicoli esteri di stabili organizzazioni in Italia. Le PMI in totale sono 861, ovvero il 64,3%.

Figura 2.3

Segmentazione delle imprese emittenti dal 2013 al 2024 per classe di fatturato consolidato. Campione: 1.339 imprese



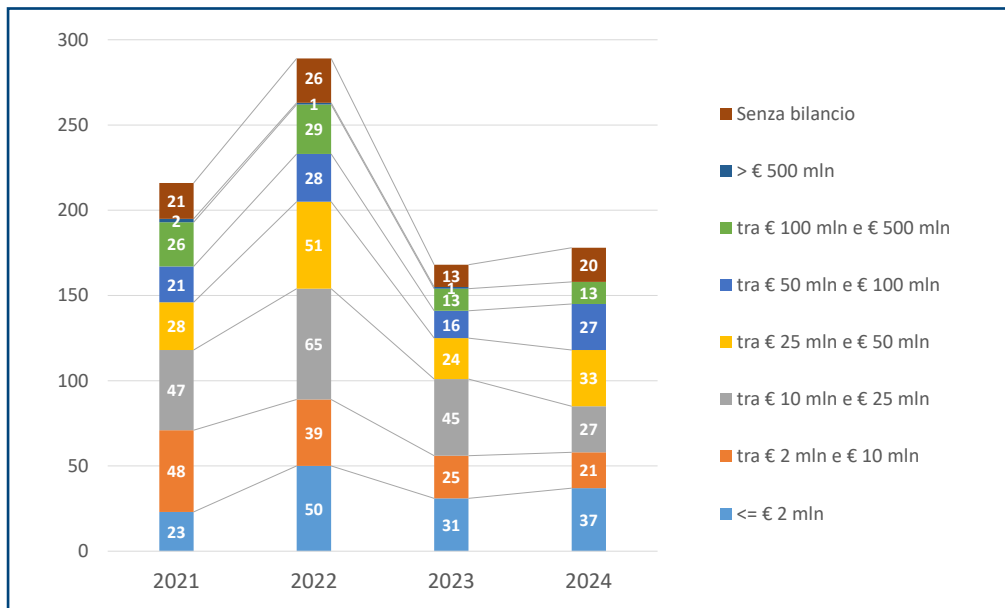


Figura 2.4

Segmentazione delle imprese emittenti per classe di fatturato consolidato: evoluzione dal 2021 al 2024

La Figura 2.3 segmenta il campione totale in funzione del fatturato consolidato nell'ultimo bilancio disponibile prima dell'emissione. La classe più numerosa si conferma essere quella fra € 10 e € 25 milioni (283 osservazioni, pari al 21% del totale) seguita dal gruppo fra € 2 e € 10 milioni (226 casi, pari al 17%). Per 127 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. In questo gruppo ci sono poi i veicoli costituiti per operazioni di *leveraged buyout*. Come evidenzia la Figura 2.4, il 2024 si caratterizza per una maggiore incidenza di emittenti con fatturato sopra € 25 milioni. Rispetto al 2023, le imprese con ricavi fra € 2 milioni e € 10 milioni scendono da 25 a 21 e quelle con ricavi fra € 10 milioni e € 25 milioni passano da 45 a 27. Salgono invece da 24 a 33 quelle con volume d'affari fra € 25 milioni e € 50 milioni e da 16 a 27 quelle con valori fra € 50 milioni e € 100 milioni.

Nel *database* complessivo abbiamo 74 imprese (il 5,5% del campione) che al momento dell'emissione di *minibond* erano già presenti sul mercato borsistico con azioni quotate. In particolare 39 di esse erano quotate sul listino principale Euronext Milan di Borsa Italiana (di cui 9 sul segmento STAR e 2 sul segmento MIV degli *investment vehicles*), 33 erano quotate su Euronext Growth Milan, il listino non regolamentato per le imprese a più bassa capitalizzazione, e 2 su un listino estero.

Nel 2024 abbiamo individuato 15 imprese quotate in Borsa sui listini azionari fra le 178 emittenti di *minibond* sotto € 50 milioni (l'8,5%, percentuale più alta rispetto al 2023); fra queste 11 appartengono ad Euronext Growth Milan.

La Figura 2.5 ci dà informazioni sul settore di appartenenza delle imprese emittenti, identificato dal codice di attività ATECO. Si nota come il settore più rappresentato fino ad oggi sia sempre quello delle attività manifatturiere (codice C) con 484 casi pari al 36,1% del campione, seguito dai gruppi 'Commercio' (codice G) con 147 emittenti (11,0%), 'Attività professionali' (codice M con 122 osservazioni, 9,1%), 'Costruzioni', codice F, a quota 112 (8,4%). Le imprese inattive sono emittenti recenti di nuova costituzione ancora senza codice ATECO.

La Figura 2.6 evidenzia i cambiamenti avvenuti dal 2021 al 2024 sempre per il settore di *business*. Il manifatturiero continua a perdere smalto e con 44 emittenti occupa 'solo' il 24,7% nell'ultimo anno; ci sono state invece molte emittenti nel settore finanziario (codice K) fra cui *holding* di investimento e SPV (23, pari al 13,1%). Seguono il commercio a quota 22 (12,5%) e le attività professionali (21, pari a 11,9%). Lieve recupero per le costruzioni che contano 20 emittenti (11,2%).

Osservando invece la distinzione fra PMI e grandi imprese si apprezzano alcune specificità settoriali. Le PMI emittenti sono relativamente più rappresentate nei comparti: costruzioni, commercio, trasporto, attività immobiliari e agricoltura. Le grandi imprese

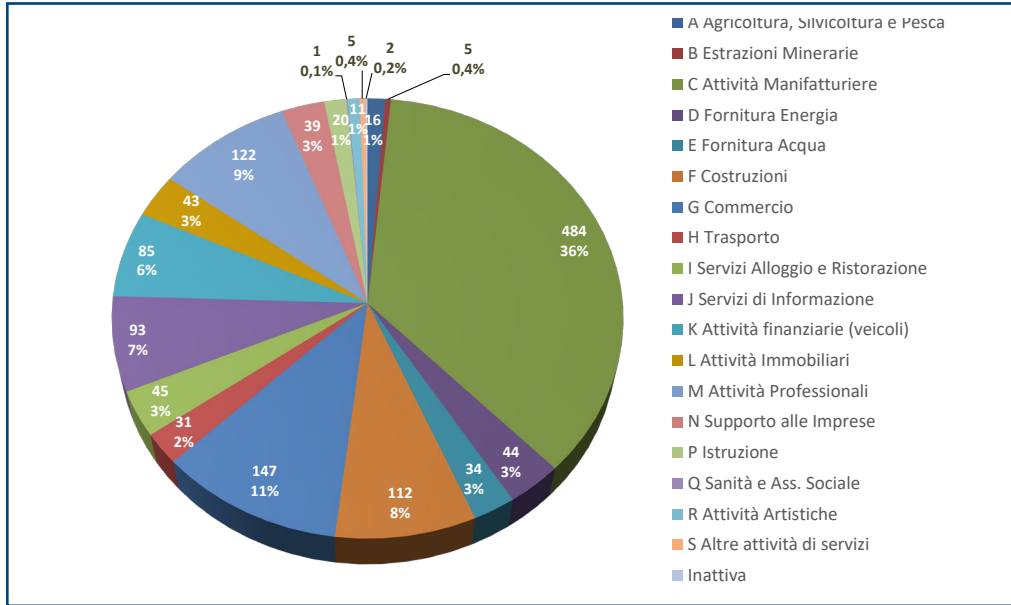


Diego Pelizzari
(Mediocredito
Trentino Alto Adige)

"I minibond si confermano anche nel 2024 strumenti strategici per le imprese che puntano su sostenibilità, innovazione ed espansione. Offrono accesso al mercato dei capitali, nuove risorse finanziarie e maggiore visibilità, sostenendo progetti di crescita ad alto valore aggiunto"

Figura 2.5

Segmentazione delle imprese emittenti dal 2013 al 2024 per tipologia di attività, secondo la classificazione ATECO. Campione: 1.339 imprese



sono più frequenti nelle attività minerarie, nel manifatturiero, nelle attività finanziarie e nei servizi di supporto alle imprese.

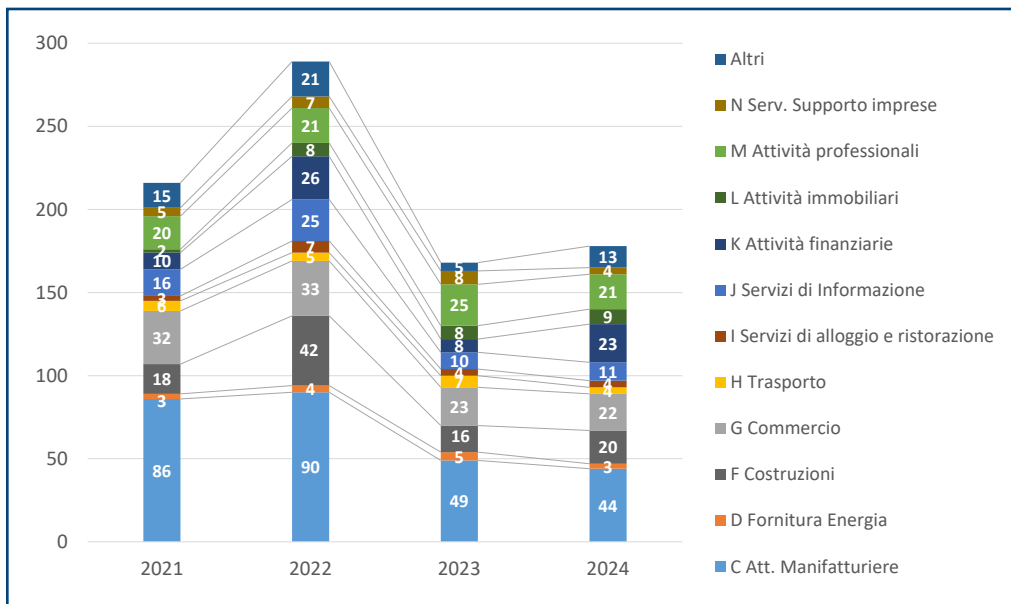
Passando ora a esaminare la localizzazione geografica delle emittenti, si conferma dall'avvio dell'industria nel 2013 la preponderanza delle regioni del Nord con il 67,3% del mercato (si veda la Figura 2.7).

In Lombardia sono localizzate 397 società emittenti (il 29,7% dell'intero campione). Si conferma al secondo posto il Veneto con 168 imprese (ma continua a scendere e si assesta al 12,6%) e al terzo posto la Campania con 142 imprese (10,6%). Nelle regioni del Centro emerge sempre il Lazio (con 98 imprese, ovvero il 7,3%); la percentuale che detiene l'area a livello nazionale è il 13,7%. Nel Sud (18,8% totale) oltre alla Campania si segnala la Puglia (49 casi, pari al 3,7%). Sempre rispetto alla distribuzione regionale, le emittenti classificate come grandi imprese sono soprattutto al Nord (74,7%) o al Centro (13,2%) mentre solo l'11,5% delle grandi imprese emittenti arriva dal Sud. Limitando le statistiche alle sole PMI, la Lombardia è sempre in testa alla classifica con 241 imprese, seguita al secondo posto dalla Campania (110 PMI) tallonata dal Veneto (105).

Come si vede dalla Figura 2.8, nel 2024 la Lombardia conferma il primo posto con 71 emittenti (39,9%); sale al secondo posto il Lazio con 23 imprese (12,9%, nel 2023 erano 15) e recupera le posizioni il Veneto con 20 aziende (11,2%). In totale il Nord è al 68,0%, in linea con la media storica. Al Sud è in evidenza la Campania con 15 emittenti (8,4%)

Figura 2.6

Segmentazione delle imprese emittenti per settore di attività: evoluzione dal 2021 al 2024



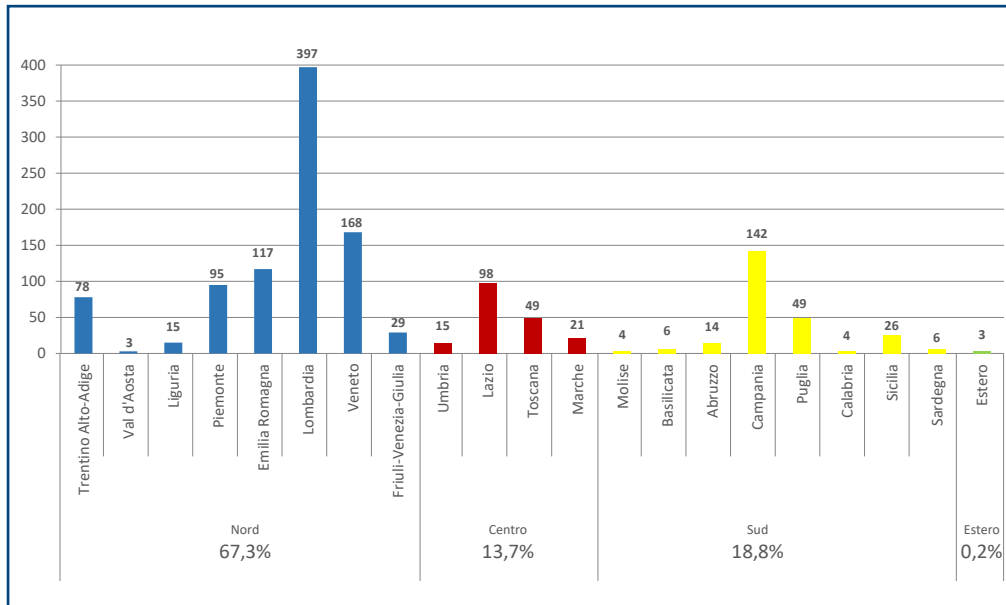


Figura 2.7
Segmentazione delle emittenti di *minibond* per localizzazione regionale. Campione: 1.339 imprese

ma in aggregato le regioni meridionali scendono a una quota pari a 11,8% superate dal Centro che grazie al Lazio si porta al 19,1% del mercato. Nel 2024 completano il quadro, come evidenziato nelle pagine precedenti, 2 veicoli stranieri di imprese italiane.

Le operazioni di sistema e i 'basket bond'

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

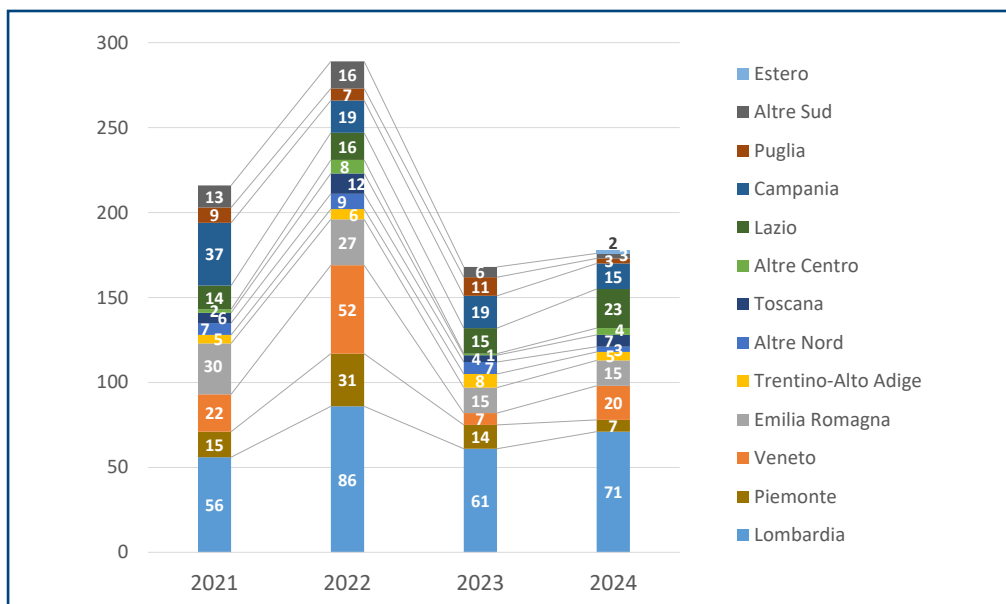


Figura 2.8
Localizzazione geografica delle imprese emittenti: evoluzione dal 2021 al 2024

scritte da investitori differenti, chiaramente con profili di rischio e rendimento diversi. A rendere questi programmi maggiormente appetibili sul mercato c'è la possibile concessione di garanzie a copertura del rischio di credito sui finanziamenti, anche di portafoglio.

Tabella 2.1

Le principali operazioni di sistema sui *minibond* in Italia.
Dati al 1/1/2025

Progetto	Contesto	Investitori principali	Emittenti totali	Controvalore emissioni
Viveracqua Hydrobond (5 edizioni)	Società gestori del ciclo idrico integrato nel Veneto	BEI, CDP, Kommunalcredit Austria	12	€ 823,5 milioni
Garanzia Campania Bond (2 edizioni)	PMI in Campania	CDP, MCC	90	€ 198,3 milioni
Basket Bond Puglia	PMI in Puglia	CDP, MCC, UniCredit	39	€ 150 milioni
Export Basket Bond Programme	Società coinvolte nel progetto ELITE	CDP, MCC	11	€ 62 milioni
ELITE Basket Bond	Società coinvolte nel progetto ELITE	BEI, CDP	10	€ 122 milioni
ELITE - Intesa Sanpaolo Basket Bond	PMI	Intesa Sanpaolo	21	€ 160 milioni
ELITE Basket Bond Lombardia	Società lombarde coinvolte nel progetto ELITE	CDP, Finlombarda	4	€ 37 milioni
Basket Bond di filiera	Settore vitivinicolo	CDP, UniCredit	8	€ 40 milioni
Basket Bond di filiera	Settore cultura	CDP, UniCredit	4	€ 27 milioni
Basket Bond Sella	Società ad alto potenziale di crescita	CDP, MCC, Banca Sella	10	€ 88,5 milioni
Basket Bond Euronext Growth	Società quotate su Euronext Growth Milan	CDP, MCC, Banca Finnat	8	€ 41 milioni
Basket Bond BPER	PMI e Mid Cap	CDP, BPER Banca	17	€ 121,5 milioni
Basket Bond Italia	PMI e Mid Cap	CDP, MCC	22	€ 97,3 milioni
Basket Bond CAI	PMI e Mid Cap	CDP, MCC, Crédit Agricole	6	€ 37 milioni
Basket Bond ESG	PMI e Mid Cap	CDP, UniCredit	19	€ 143,5 milioni
Basket Bond Energia Sostenibile	PMI e Mid Cap della filiera dell'energia	Illimity Bank	5	€ 24 milioni
Bond Food Mezzogiorno	Imprese del Sud del settore agroalimentare	UniCredit	17	€ 65,9 milioni
Property Improvements Bonds 1 e 2	Efficientamento energetico del patrimonio immobiliare	IMI Intesa Sanpaolo	24	€ 126,7 milioni
Pluribond Turismo Veneto Spiagge	Operatori balneari veneti	Tramite il portale Fundera	11	€ 6,89 milioni
Pluribond Sviluppo Artigiano	PMI iscritte al Consorzio Fidi Sviluppo Artigiano	Tramite il portale Fundera	8	€ 3 milioni
Tech Basket Bond	PMI e Mid Cap dei comparti ICT/digital	CDP, MCC	3	€ 21 milioni
Basket Bond Sistema Confindustria con garanzia Fondo Centrale di Garanzia	PMI e Mid Cap	CDP, MCC	5	€ 11 milioni
Basket Bond Lazio	Imprese nel Lazio	CDP, MCC	10	€ 22 milioni
Basket Bond Made in Italy	PMI e Mid Cap nei settori strategici dell'industria nazionale	MCC, UniCredit	14	€ 38,05 milioni
Basket Bond Emilia-Romagna	PMI in Emilia-Romagna con ricavi > € 5 milioni	CDP, BPER Banca	2	€ 8,3 milioni
RedFish Basket Bond	Società partecipate da RedFish	Banca Finint, RedFish Capital Debt	5	€ 20,5 milioni



Giovanni Frisone
(Cassa Depositi e Prestiti)

“Nel 2024 si è registrata una ripresa del mercato dei minibond, che ci attendiamo continui nel corso del 2025. Con il nuovo Piano Industriale 2025-2027, intendiamo promuovere ulteriormente l'apertura al mercato dei capitali delle imprese italiane, sia tramite il lancio di nuovi programmi Basket Bond sia attraverso la sottoscrizione di singole emissioni a supporto degli investimenti per la crescita”

Talvolta le iniziative di *basket bond* prevedono un periodo di *ramp-up*: le aziende emettono individualmente i *minibond* che periodicamente vengono ceduti al veicolo di cartolarizzazione. Ciò permette più flessibilità di processo e non vincola le aziende fra loro.

L'idea di lanciare un *basket bond*, combinando la normativa applicabile ai *minibond* con la legge sulle cartolarizzazioni (Legge 130/1999), viene lanciata da Banca Finint nel 2014, con la prima operazione di sistema denominata Viveracqua Hydrobond. Un anno prima infatti il D. L. 145/2013 ("Decreto Destinazione Italia") aveva introdotto la possibilità per i veicoli di cartolarizzazione di sottoscrivere anche titoli di debito e/o prestiti obbligazionari.

La struttura di tali operazioni permette una riduzione dei costi del *funding* e un allungamento della *duration* del passivo, quanto più il rischio di credito dei singoli partecipanti viene mitigato da forme di garanzia, soprattutto se strutturate in forma di portafoglio. La cartolarizzazione consente di ottenere un effetto leva significativo tra risorse impiegate e investimenti realizzati nel territorio.

La prima operazione, Viveracqua Hydrobond I, si è conclusa nel luglio del 2014 con l'emissione di *minibond* da parte di 8 società del sistema idrico integrato del Veneto appartenenti al Consorzio Viveracqua per un ammontare complessivo pari a € 150 milioni e con una durata ventennale delle emissioni. Nella prima operazione gli 8 gestori si sono garantiti vicendevolmente e mutualisticamente attraverso il deposito di un importo pari al 16% dei proventi dell'emissione a titolo di garanzia (*credit enhancement*) volto a coprire eventuali mancanti pagamenti sui *bond*. In tale operazione è intervenuta al fianco dei gestori anche la Regione Veneto attraverso Veneto Sviluppo fornendo € 6 milioni (pari al 4% del totale di emissione) a titolo di ulteriore garanzia a supporto delle prime perdite.

Visto il successo della prima operazione, nel gennaio 2016 altri 5 emittenti sempre facenti parte del Consorzio Viveracqua hanno emesso *minibond* per un ammontare complessivo di € 77 milioni con una contribuzione pari al 20% a titolo di *credit enhancement*. Nelle prime due edizioni l'investitore quasi in via esclusiva è stata la Banca Europea per gli Investimenti.

Nel 2020 la terza edizione ha aggiunto altri € 248 milioni e ha visto per la prima volta l'utilizzo della struttura di una SPV pluricomparto al fine di permettere l'accesso a tale forma di finanziamento da parte di altri investitori, oltre alla BEI, che richiedevano rendimenti e scadenze differenti. La terza edizione ha quindi visto partecipi come investitori, tra gli altri, Kommunalkredit AG e Cassa Depositi e Prestiti. Inoltre, sono state implementate delle migliorie in termini di gestione e rilascio della cassa depositata a titolo di *credit enhancement* con dei meccanismi di premialità a beneficio dei gestori in termini di liberazione della garanzia che sono state poi utilizzate anche nella quarta edizione del 2022 che ha raccolto ulteriori € 148,5 milioni.

Ad inizio 2024, a testimonianza del fatto che tali operazioni sono divenute uno strumento riconosciuto come ottimale dagli investitori per finanziare le società operanti nell'ambito del servizio idrico integrato, a seguito di una trattativa informale, è stato affidato a Banca Finint l'incarico di *arranger* e collocatore di programma di *financing* quadriennale per i gestori appartenenti al Consorzio Viveracqua. Lo scorso settembre è stata quindi perfezionata la prima operazione di questo programma e la quinta edizione degli Hydrobond per un totale emesso di complessivi € 200 milioni, dove per la prima volta nell'ambito delle operazioni di sistema nel settore idrico è intervenuta SACE in qualità di garante bilaterale nell'intervento di BEI quale investitore nel comparto a 20 anni per un importo pari a € 100 milioni interamente garantito da SACE stessa.

In totale quindi con gli Hydrobond i 12 gestori del servizio idrico integrato della Regione Veneto in dieci anni hanno raccolto oltre € 800 milioni che hanno consentito di cofinanziare più di € 2 miliardi di investimenti. Si tratta di un esempio virtuoso che può essere esportato in altri contesti e in altre aree geografiche, considerata la rilevante necessità di investimenti infrastrutturali che servono al Paese.

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

La Tabella 2.1 riassume la situazione del mercato, con risorse mobilitate nel corso del tempo per circa € 2,5 miliardi; si evidenzia il ruolo di *anchor investor* di Cassa Depositi e Prestiti (CDP) che dal 2017 ad oggi ha mobilitato risorse per un totale di oltre un miliardo e mezzo di euro a supporto di oltre 280 PMI e Mid Cap.

La prima esperienza di finanziamento di un *pool* di aziende con i *minibond* è avvenuta nel 2014 con l'operazione Viveracqua Hydrobond, ideata da Banca Finint che ha agito in qualità di *arranger*, che ha coinvolto alcune emittenti del settore idrico integrato in Veneto. L'operazione è stata ripetuta più volte nel corso degli anni (si veda il Box 2.1),

Box 2.1

Il caso Viveracqua Hydrobond



Monica Manto
(Viveracqua Scarl)



Andrea Crespan
(Banca Finint)

"Il 2024 è stato il decimo anniversario dalla realizzazione del primo Hydrobond in Italia. Lo strumento è stato fondamentale per la creazione del mercato delle operazioni di sistema (spesso chiamate "basket bond") che si sono evolute coinvolgendo un numero sempre crescente di aziende e di operatori, tra cui le finanziarie regionali che, proprio attraverso questi strumenti, hanno fornito importanti sostegni alle imprese del territorio. Si tratta di iniziative multiple che continuano a innovarsi e riescono ad attrarre un numero sempre maggiore di investitori"



Vincenzo D'Alessandro
(Redfish Long Term Capital)

“I Basket Bond e i minibond rappresentano un'importante alternativa al credito bancario per le PMI, consentendo loro di finanziare crescita e investimenti in modo flessibile e competitivo. Questi strumenti non solo rafforzano la solidità finanziaria delle imprese, ma aprono anche nuove opportunità per gli investitori privati, che possono intervenire direttamente nel capitale, contribuendo allo sviluppo del tessuto imprenditoriale italiano”

coinvolgendo complessivamente 12 aziende del settore idrico integrato in Veneto, che hanno raccolto in totale € 823,5 milioni.

In Campania, il programma Garanzia Campania Bond in due diverse edizioni ha raggiunto 90 emittenti con un volume di risorse mobilitate pari a € 198,3 milioni. La finanziaria regionale Sviluppo Campania è intervenuta offrendo una garanzia fino al 25% sulla prima perdita del portafoglio. Tutte le emissioni sono state sottoscrritte egualmente da Cassa Depositi e Prestiti e da Mediocredito Centrale (MCC). Nel 2024 sono state coinvolte 6 PMI per un importo pari a € 13 milioni; esse si sono aggiunte alle altre 19 PMI che nel 2023 avevano raccolto € 41,2 milioni. In entrambe le edizioni, l'RTI costituito da MCC e Banca Finint ricopre il ruolo di *arranger* dell'operazione.

Il programma Basket Bond Puglia ha coinvolto 39 emittenti, con un volume di risorse mobilitate che ha raggiunto € 150 milioni. Gli investitori sono Cassa Depositi e Prestiti, Mediocredito Centrale e UniCredit, con quest'ultima banca che svolge anche il ruolo di *arranger*. È in corso di definizione la seconda edizione.

Negli anni scorsi abbiamo evidenziato anche altre operazioni: ELITE Basket Bond (2017), l'Export Basket Bond Programme (2019), ELITE Intesa Sanpaolo Basket Bond (2019), ELITE Basket Bond Lombardia (2019), Bond Food Mezzogiorno (2021), il programma Basket Bond di filiera con UniCredit (2021), il Basket Bond Euronext Growth con Banca Finnat (2021), il Basket Bond con Banca Sella (registriamo 3 nuove emissioni nel 2024 con € 36 milioni raccolti), il Basket Bond Energia Sostenibile lanciato da Eni in collaborazione con ELITE e Illimity (2022), VITA Superbonus ideato da LBO France (2022), Basket Bond BPER (2022, che ha registrato 2 nuove emissioni nel 2024), Basket Bond Italia (che coinvolge CDP, MCC, Banca Finint, Confindustria Veneto Est ed ELITE), Basket Bond CAI (con protagonisti CDP, MCC e il gruppo Crédit Agricole), Basket Bond ESG con UniCredit e CDP (programma lanciato nel 2022 per sostenere imprese che presentano progetti di investimento in linea con i principi ESG e che nel 2024 ha visto 3 nuove emissioni per € 19 milioni) e il Basket Bond Tech di Cassa Depositi e Prestiti (CDP), Mediocredito Centrale (MCC) ed Equita (con il ruolo di *arranger*).

Alcuni dei *basket bond* citati sono stati realizzati grazie alla Garanzia FEG, gestita dal Gruppo Banca Europea per gli Investimenti (Gruppo BEI), parte integrante del pacchetto di misure di risposta al Covid approvato dalla UE nel 2020 e dedicato a contrastare le difficoltà economiche e i rallentamenti produttivi causati dalla pandemia.

Il programma Basket Bond 'Sistema Confindustria' con garanzia del Fondo Centrale di Garanzia ha visto nel 2024 2 nuove emissioni arrivando a un totale di 5 aziende coinvolte e € 11 milioni raccolti. L'iniziativa è promossa da Confindustria, strutturata da Banca Finint in qualità di *arranger*, vede CDP e MCC quali *anchor investor* e beneficia della

Box 2.2

Il bando Milomb Minibond II Edizione

Come testimoniano i numeri di questo Report, la Lombardia è il primo bacino regionale per importanza nel mondo dei *minibond*. In particolare, le province di Milano, Monza-Brianza e Lodi sono un distretto che catalizza l'attenzione di numerose emittenti (63 nel 2024, ovvero il 35% del mercato). Non è un caso che la Camera di Commercio di Milano Monza Brianza Lodi abbia voluto lanciare un bando specifico per supportare le emittenti, denominato Milomb Minibond, giunto alla seconda edizione, aperto alle Micro, Piccole e Medie Imprese (MPMI) aventi sede legale e/o operativa iscritta al Registro Imprese della Camera di Commercio di Milano Monza Brianza e Lodi e attive di tutti i settori economici tranne quello bancario.

L'agevolazione consiste nell'assegnazione di un contributo a fondo perduto, a parziale copertura dei costi dell'operazione di finanziamento tramite l'emissione di un *minibond*, pari al 50% dei costi ammissibili per un importo massimo di € 15.000. Nel caso l'operazione preveda anche spese per l'attribuzione di un *rating*, la quotazione del *minibond* o il collocamento tramite una piattaforma di *crowdfunding*, il tetto massimo di contributo è innalzato a € 20.000. Anche nel caso di Green, Social & Sustainability Bond il contributo massimo ricevibile è innalzato a € 20.000. In caso di emissioni che abbiamo congiuntamente tutte le caratteristiche citate sopra, l'importo totale del contributo massimo concedibile sarà pari € 25.000.

Le domande di contributo devono essere presentate in modalità telematica, tramite la piattaforma *web* Telemaco, entro il 28 novembre 2025.

Internet: <https://www.milomb.camcom.it/bando-milomb-minibond-ii-edizione>

garanzia diretta rilasciata dal Fondo PMI; il programma mira a sostenere i piani di investimento di imprese localizzate su tutto il territorio nazionale.

Passiamo ora ai nuovi progetti.

Il Basket Bond Lazio è un progetto da € 60 milioni partito nel 2024 con garanzia regionale di Lazio Innova, che vede nel ruolo di *arranger* un Raggruppamento Temporaneo di Imprese (RTI) composto da Mediocredito Centrale (MCC) come capofila, Banca Finint, Banca Finnat e Artigiancassa. CDP e MCC sono gli investitori con quote paritarie. Le prime 10 emissioni hanno raccolto € 22 milioni.

Il programma RedFish Basket Bond, lanciato a maggio 2024, è un'iniziativa da € 70 milioni e vede collaborare Banca Finint con RedFish. Già attivo nel Private Equity, RedFish con questa iniziativa amplia il proprio raggio d'azione entrando nel mondo del Private Debt, con il ruolo di investitore *junior* nella prima operazione di *basket bond* con *tranching* (la parte *senior* è stata interamente sottoscritta da Banca Finint). Al momento sono state finalizzate 5 emissioni per € 20,5 milioni.

Il Basket Bond 'Made in Italy' è il nuovo programma lanciato da UniCredit e MCC nel 2024 che, grazie anche all'intervento del Fondo di Garanzia, punta a mobilitare risorse per € 100 milioni a supporto degli investimenti di PMI e Mid Cap attive nei settori strategici dell'economia italiana. Le prime 14 emissioni hanno raccolto € 38,05 milioni.

Anche l'Emilia Romagna sta promuovendo un suo Basket Bond; l'importo massimo previsto per l'operazione è pari a € 100 milioni. L'*arranger* dell'operazione è BPER Banca (co-finanziatrice del progetto insieme a CDP) ed il *focus* dello strumento è il sostegno degli investimenti in ambito di riqualificazione energetica, supporto alle energie rinnovabili, miglioramento sismico e economia circolare. Nel 2024 registriamo le prime due operazioni, con € 8,3 milioni raccolti.

Il Basket Bond di Regione Lombardia per le filiere innovative, sostenibili e competitive è ormai ai nastri di partenza: le candidature delle PMI verranno raccolte a partire dal 15 aprile prossimo. L'*arranger* è Banca Finint. I *minibond* eleggibili devono avere un valore minimo di € 1,5 milioni e il limite massimo è di € 10 milioni per impresa emittente. Seguirà poi il programma 'Agrifood Basket Bond', che stanziava fino a un massimo di € 75 milioni di Finlombarda, società finanziaria di Regione Lombardia, e MCC – in qualità di investitori – a favore dei programmi di sviluppo delle imprese lombarde dell'*agrifood*. Non dimentichiamo le operazioni che, senza necessariamente passare attraverso la cartolarizzazione, hanno coinvolto piccole emittenti appartenenti a *cluster* locali o di filiera. Frigiolini & Partners Merchant ha lanciato una serie di 'Pluribond' fra cui 'Turismo Veneto Spiagge' (11 emittenti) e 'Sviluppo Artigiano' (8 emittenti).

Riteniamo da tempo 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.

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

- eventuali atti notarili (ad esempio la modifica dello Statuto per le Srl se non prevede la possibilità di emettere titoli mobiliari di debito) e registrazioni di contratti;
- richiesta del codice ISIN a Banca d'Italia (servizio gratuito), in caso di dematerializzazione dei titoli;
- accentramento dei titoli presso un ente autorizzato (ad esempio Euronext Securities



Lorenzo Coletta
(Mediocredito Centrale)

"I programmi di Basket Bond rappresentano un valido modello di collaborazione tra pubblico e privato, tra istituzioni finanziarie e imprenditoria locale. È un esempio di come strumenti finanziari avanzati possano contribuire alla crescita del territorio, creando una sinergia virtuosa che favorisce non solo l'accesso al credito, ma anche la costruzione di una comunità economica più solida e resiliente"

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

Box 2.3

Casi di studio di emittenti di *minibond* nel 2024



Pierluigi Bocchini
(Clabo SpA)



Cinzia Grassi
(CNA Toscana Centro)



Andreas Hell
(Hell Tecnologia
Professionale Srl)



Simone Ferrucci
(Tecnomeccanica SpA)

Clabo SpA

Le origini di Clabo risalgono alla fine degli anni Cinquanta quando la famiglia Bocchini avvia un laboratorio artigianale specializzato nella realizzazione di mobili per bar, pasticceria, gelateria e gastronomia. Oggi l'azienda di Jesi (AN), quotata dal 2015 su Euronext Growth Milan, è *leader* internazionale nel settore degli arredi per la ristorazione e vetrine di refrigerazione distribuite in 95 Paesi tra cui Cina, Stati Uniti e Brasile. Il bilancio 2023 ha chiuso con ricavi consolidati per € 63,5 milioni. Clabo ha cominciato a collocare *minibond* nel 2019 e l'ultimo è stato emesso nel 2024, per € 8,35 milioni suddiviso in due *tranche*, con la finalità di completare un'acquisizione all'estero e di investire in nuovi impianti. La scadenza è nel 2030. La cedola è variabile e prevede un *margin ratchet* con *PIK margin* e *performance fee*. I sottoscrittori sono stati i fondi di Riello Investimenti SGR, Anthilia Capital Partners SGR e Finint Investments SGR.

CNA Consulenze e Soluzioni Srl - CNA Soluzioni e Consulenze Srl

CNA Toscana Centro è una forza della rappresentanza delle PMI, nata nel 2017 dalla fusione di due storiche realtà territoriali, CNA Pistoia e CNA Prato. CNA Toscana Centro fa parte della Confederazione Nazionale dell'Artigianato nazionale che rappresenta e tutela gli interessi degli artigiani, degli imprenditori e delle piccole e medie imprese ad ogni livello.

Forte dell'adesione di oltre 24.000 associati tra imprenditori, imprese, cittadini e pensionati, CNA Toscana Centro opera attraverso due società di servizio, CNA Soluzioni e Consulenze Srl e CNA Consulenze e Soluzioni Srl, che nel 2024 hanno collocato due *minibond short term* con scadenza dicembre 2025 e tasso fisso 5,68%, *callable*, eleggibili per la garanzia MCC, raccogliendo in totale € 800.000. *Arranger* dell'operazione è stata Frigiolini & Partner Merchant mentre i titoli sono stati collocati in sottoscrizione sul portale di *crowdfunding* Fundera. SICI SGR e Artigiancredito sono stati gli *anchor investor*. I fondi saranno utilizzati per potenziare i servizi forniti agli associati ma soprattutto per dimostrare che anche le piccole imprese possono ambire a utilizzare lo strumento dei *minibond*.

Hell Tecnologia Professionale Srl

Dal suo quartiere generale di Appiano (BZ) Hell Tecnologia Professionale Srl è una azienda di riferimento in Alto Adige nel settore della vendita e noleggio di macchinari agricoli, edili e veicoli municipali. La società è cresciuta nel corso del tempo e per sostenere il suo piano di acquisizioni (l'operazione più recente è sulla trentina Galassi Giuseppe & Figli) nel 2024 ha emesso il suo primo *minibond* da € 1 milione con scadenza 2031, cedola variabile e rimborso *amortizing*. Mediocredito Trentino-Alto Adige è stato *arranger* e sottoscrittore unico dell'emissione.

La crescita dimensionale e il miglioramento dell'efficienza operativa sono cruciali per mantenere la posizione competitiva in un contesto di mercato sempre più selettivo e complesso.

Movinter SpA

Fondata nel 1985 a Cairo Montenotte (SV), Movinter è *leader* nella fornitura di componenti e assiemi per l'industria ferroviaria, qualificandosi come fornitore Tier 1 per i grandi costruttori. Nell'aprile 2023 RedFish LongTerm Capital ha acquisito il 100% del capitale e da quel momento sono state finalizzate alcune acquisizioni (Six Italia SpA e S.A.I.E.P. Srl) con l'obiettivo di ampliare i mercati di riferimento. Nel 2024 la società ha emesso un *minibond* da € 5 milioni nell'ambito del programma RedFish Basket Bond, con l'obiettivo di sostenere i piani di crescita e investimento dell'azienda, rafforzando la sua posizione competitiva nel mercato e garantendo una solida base finanziaria per le sfide future. Il titolo è *amortizing*, con cedola variabile e scadrà nel 2031. Banca Finint è stata *arranger* dell'operazione.

Tecnomeccanica SpA

Parliamo di una fonderia di Novara specializzata nella produzione di componenti pressofusi in alluminio ad elevata precisione dimensionale per i settori dell'illuminotecnica e *automotive*. I principali prodotti sono le parabole in alluminio metallizzate per fari e dissipatori di calore per luci a LED. Nel 2024 Tecnomeccanica è stata protagonista di una complessa operazione insieme ad Invitalia per il salvataggio dello stabilimento ex Magneti Marelli di Crevalcore (BO). Per finanziare la riconversione *'green'* degli impianti (riduzione dei consumi energetici e fotovoltaico) è stato emesso un *minibond* per complessivi € 4,8 milioni nell'ambito del Basket Bond Emilia-Romagna sottoscritto in quote paritetiche da CDP e BPER. Il meccanismo di garanzia è stato offerto dalla Regione a copertura delle prime perdite registrate sul portafoglio di emissioni.

Milan); questa operazione comporta un costo iniziale intorno a € 2.000 (decrementale all'aumentare delle emissioni) e un costo a regime annuale di circa € 1.500 (tale costo è ridotto del 50% per gli emittenti di titoli quotati su Euronext Access Milan); i costi di adesione alla piattaforma di gestione accentrata di Euronext Securities Milan sono consultabili sul sito *web* nella sezione 'Contratti e Corrispettivi'. Gli emittenti inoltre possono avvalersi del servizio di Easy Issuance (al costo di € 500 annuo, come indicato da corrispettivi), messo a disposizione da Euronext Securities Milan, per la gestione degli adempimenti relativi al ciclo di vita dello strumento emesso (pagamento interessi, rimborsi ecc.) altrimenti possono avvalersi dei servizi forniti da un Centro Servizi e di una Banca Pagatrice di loro preferenza (si veda la sezione dedicata a pagina 59);

- ottenimento di un codice BIC non trasmissivo a Swift (servizio gratuito);
- certificazione del bilancio: per una PMI il costo annuale indicativo va da € 5.000 a € 15.000 in funzione del fatturato;
- consulenza eventuale di un *advisor* finanziario all'emissione (indicativamente il costo richiesto è fra lo 0,5% e il 2% del capitale collocato);
- nomina eventuale di un *arranger* (che può anche coincidere con l'*advisor*) per l'individuazione degli investitori che sottoscriveranno i *minibond* (indicativamente il costo *una tantum* è fra 0,5% e 1,5% del capitale collocato ma possono arrivare fino al 2,5% qualora non sia presente un *advisor*);
- coinvolgimento di uno studio legale per la redazione e/o verifica dei documenti; in tal caso il costo può essere abbastanza variabile e per le operazioni di importo medio-basso si trova un costo compreso fra € 12.000 e € 22.000;
- eventuale quotazione su un listino borsistico (ad esempio per Euronext Access Milan si vedano i corrispettivi richiesti da Borsa Italiana esplicitati nel Capitolo 1; per i mercati esteri i costi possono essere diversi);
- 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%.

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

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 925 PMI del campione dal 2017 in avanti, escludendo i veicoli (*newco*) costituiti per operazioni di LBO.

Recuperando i dati dei bilanci fino al 2023, 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; ad esempio per le emissioni del 2022 e del 2023 arriviamo all'anno 1 e all'anno 0 rispettivamente.

Per quanto riguarda la marginalità operativa esaminiamo il rapporto fra EBITDA (margine operativo lordo) e vendite da fatturato. Le medie sono a volte negative e condizionate da alcuni valori estremi, ma le mediane sembrano indicare una marginalità stabile-prima del collocamento per le emittenti del 2017 e 2018; dopo l'emissione i dati sembrano invece più deludenti. Il contrario accade per le aziende che hanno collocato nel 2019 e nel 2020. Nel 2021 e 2022 non si vedono invece variazioni significative.



Leonardo Frigiolini
(Frigiolini & Partners
Merchant / Fundera)

“Il messaggio più efficace che un operatore che lavora sul mercato dei minibond con le PMI si può riassumere in tre punti per le imprese: (1) il denaro non è più una commodity, ma è diventato un 'prodotto strategico'; (2) la medicina per contrastare un 'prodotto strategico' si chiama 'piano B' e cioè: 'diversificazione delle fonti'; (3) tutte le aziende dovrebbero avere un secondo pozzo nel loro giardino al quale attingere 'nuova acqua' quando il primo pozzo inizia a prosciugarsi”

Poi è stata misurata la leva finanziaria (*leverage*), ovvero il rapporto fra debiti finanziari e patrimonio netto. La struttura finanziaria dell'emittente è un importante parametro per valutare il rischio di insolvenza e la robustezza patrimoniale. Si notano valori stabili o in diminuzione, all'avvicinarsi dell'emissione e anche nell'anno 0, a testimoniare che nella maggioranza dei casi il *minibond* non va ad aggravare una situazione finanziaria già pesante, ma in un qualche modo 'rimpiazza', almeno parzialmente, debito che era già esistente, o perlomeno si affianca a ricapitalizzazioni *equity*. Come sottolineato negli anni passati, laddove esistono i dati del bilancio dell'anno successivo all'emissione, si osserva una ulteriore riduzione del *leverage* mediano a indicare che molto spesso le obbligazioni sono utilizzate per rifinanziare il debito, oppure per implementare investimenti co-finanziati con capitale di rischio. È interessante notare che per gli anni più recenti si vede un indebitamento più contenuto per le PMI emittenti; da una parte questo può essere ricondotto al generale deleveraging del comparto manifatturiero (si veda il Capitolo 1) e dall'altra potrebbe essere sintomo di una maggiore prudenza degli investitori nella selezione delle imprese in cui investire.

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: 925 PMI emittenti di *minibond* dal 2017 al 2024 (veicoli di LBO esclusi). Fonte: AIDA-BVD

Emittenti 2017	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
EBITDA / Vendite	5,0% (10,1%)	-0,3% (9,6%)	15,10% (11,3%)	11,1% (9,6%)	-8,3% (8,3%)	2,2% (8,3%)
Leverage	1,65 (1,44)	1,79 (1,50)	1,58 (1,29)	1,57 (0,81)	2,02 (0,78)	1,13 (0,76)
Emittenti 2018	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
EBITDA / Vendite	-4,8% (8,4%)	-0,3% (8,2%)	2,4% (8,2%)	-0,9% (8,1%)	-14,7% (7,1%)	-1,6% (7,2%)
Leverage	1,55 (1,42)	1,55 (1,12)	1,98 (1,11)	1,32 (1,01)	1,70 (0,81)	1,10 (1,00)
Emittenti 2019	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
EBITDA / Vendite	5,0% (9,7%)	11,9% (9,2%)	5,0% (8,9%)	-0,2% (9,0%)	3,0% (10,1%)	11,5% (11,4%)
Leverage	5,08 (1,58)	5,62 (1,40)	2,54 (1,25)	1,91 (1,03)	1,92 (1,02)	2,72 (0,96)
Emittenti 2020	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
EBITDA / Vendite	5,0% (9,2%)	12,3% (9,6%)	6,6% (9,6%)	5,4% (9,2%)	1,0% (10,3%)	0,7% (10,5%)
Leverage	1,56 (1,08)	1,68 (1,12)	1,61 (1,06)	1,48 (0,87)	2,30 (0,96)	1,16 (0,97)
Emittenti 2021	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
EBITDA / Vendite	11,7% (9,3%)	8,2% (9,2%)	10,1% (9,2%)	5,5% (8,4%)	10,4% (9,2%)	-
Leverage	1,58 (1,21)	1,23 (1,04)	1,79 (0,97)	1,94 (1,05)	1,26 (0,81)	-
Emittenti 2022	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
EBITDA / Vendite	-2,4% (8,2%)	-8,5% (8,7%)	3,2% (8,6%)	-0,8% (8,4%)	-	-
Leverage	2,65 (0,95)	1,45 (0,81)	2,28 (0,93)	1,22 (0,82)	-	-
Emittenti 2023	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
EBITDA / Vendite	10,5% (9,4%)	8,1% (9,9%)	6,7% (10,7%)	-	-	-
Leverage	1,69 (0,78)	1,76 (0,87)	1,12 (0,78)	-	-	-
Emittenti 2024	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
EBITDA / Vendite	-14,3% (10,3%)	-1,3% (12,6%)	-	-	-	-
Leverage	1,04 (0,66)	1,01 (0,71)	-	-	-	-

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 925 PMI che hanno raccolto dal 2017 al 2024, esclusi i veicoli utilizzati per *leveraged buyout*. I dati relativi alle emittenti degli anni precedenti sono riportati nei Report passati.

Le PMI che collocano *minibond* mediamente crescono in misura significativa già prima della raccolta di capitale: valori medi e mediani sono sempre positivi e a doppia cifra in diversi anni *vintage*, in particolare per le emittenti 2022 e 2023.

Dopo l'emissione, per i collocamenti più 'vecchi' la crescita sembra rallentare (teniamo conto anche delle difficoltà fra il 2020 e il 2021 legate alla pandemia e del recupero successivo). Per le emissioni del 2021 il 2022 è andato bene e si registra una crescita del volume d'affari per quasi tutte le imprese. Il dato più interessante è quello relativo al quartile

delle imprese con tassi di crescita maggiore, che dopo la raccolta di capitale è sempre a doppia cifra. Ciò vuol dire che c'è un gruppo di imprese 'virtuose' caratterizzate da buoni incrementi del fatturato. All'estremo opposto invece ci sono aziende che non crescono in misura significativa. Sulla base delle interviste condotte nei dieci anni di vita dell'Osservatorio (si veda ad esempio il Box 2.3 nelle pagine precedenti, che riporta alcuni casi di emittenti del 2024), 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.

Emittenti	Periodo	Valore medio	Valore mediano	Primo quartile	Terzo quartile
2017	(-3, -1)	9,7%	3,9%	-3,4%	14,5%
	(0, +2)	4,6%	3,1%	-4,0%	12,5%
2018	(-3, -1)	6,8%	8,3%	-1,3%	20,4%
	(0, +2)	-5,8%	-3,7%	-14,6%	12,1%
2019	(-3, -1)	12,1%	7,3%	1,1%	18,3%
	(0, +2)	0,9%	1,5%	-9,3%	10,1%
2020	(-3, -1)	11,0%	22,1%	10,0%	36,5%
	(0, +2)	25,6%	8,5%	-1,8%	17,3%
2021	(-3, -1)	7,9%	3,6%	-6,7%	19,7%
	(0, +2)	13,6%	12,8%	-1,4%	28,1%
2022	(-3, -1)	14,8%	10,8%	-0,9%	27,2%
	(0, +1)	6,1%	4,9%	-8,0%	19,8%
2023	(-3, -1)	34,1%	23,0%	11,4%	38,2%
2024	(-3, -1)	25,2%	15,6%	3,4%	37,7%

Tabella 2.3

Compounded annual growth rate (CAGR) dei ricavi consolidati prima dell'emissione. L'anno 0 è quello dell'emissione. Campione: 925 PMI emittenti di *minibond* dal 2017 al 2024 (veicoli di LBO esclusi).
Fonte: AIDA-BVD

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; a volte si tratta semplicemente della curiosità di sperimentare opportunità mai percorse;
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.

I default

Per concludere, non esistono statistiche affidabili sui tassi di *default* delle emittenti, poiché non sempre questi eventi negativi vengono segnalati. Secondo i dati aggiornati di Loan Agency Services, il tasso di insolvenza storico dei *minibond* in Italia è intorno al 7% mentre sono ben più frequenti i casi di ridiscussione e ristrutturazione del debito. Ad esempio, le richieste di *waiver* per il non rispetto dei *covenant* (si veda la trattazione a pagina 45) riguardano - secondo i dati di Loan Agency Services - il 26% delle emissioni. Spesso si tratta di operazioni 'tecniche' legate ad una scarsa attenzione posta nella redazione del regolamento iniziale, allorché l'impresa prende alcuni impegni richiesti dagli investitori con leggerezza, senza considerare ogni possibile evento futuro.

Fra i casi di emittenti di *minibond* entrati in procedure straordinarie nel 2024 possiamo citare Plissé che il Tribunale di Padova ha posto in liquidazione giudiziale perché l'azienda non è stata in grado di presentare entro la scadenza richiesta un piano di concordato.

L'azienda è stata emittente di alcuni *minibond*, l'ultimo dei quali proprio nei primi mesi del 2024.

Un secondo caso è quello di Napoletana Caffè SpA (già Siag Caffè Italiano SpA) emittente di 2 *minibond* nel luglio 2023, posta in liquidazione giudiziale nel settembre 2024. Terzo caso è quello della società agricola cooperativa Terre Cortesi - Moncaro, emittente di due *minibond* (uno nel 2015 e uno nel 2022), anch'essa posta in liquidazione giudiziale dal Tribunale di Ancona nell'ottobre 2024, per lo stato di crisi debitoria ritenuto irreversibile.

Infine, è dei giorni scorsi la notizia dello scioglimento e liquidazione di Sipario Movies (già Iervolino Entertainment) società quotata su Euronext Growth Milan e emittente di 2 *minibond* nel 2020 e nel 2021. Gli azionisti, di fronte alle perdite cumulate, hanno scelto di non procedere con la ricapitalizzazione della società. Altra emittente in difficoltà è Osai Automation il cui Consiglio di Amministrazione nei mesi scorsi ha deliberato di avviare le attività funzionali a presentare l'istanza per l'accesso alla composizione negoziata della crisi, preso atto dello squilibrio economico e della tensione prospettica di tesoreria.

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 2024.

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). In alcuni casi si stanno registrando sperimentazioni di utilizzo della tecnologia *blockchain*.

Per questi motivi adottiamo la tassonomia descritta in Tabella 3.1, elaborata sulla base dell'osservazione delle dinamiche del mercato.

	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 name'</i>	<i>Minibond listed 'club deal'</i>	<i>Basket bond</i>
Non quotati		<i>Minibond private 'single name'</i>	<i>Minibond private 'club deal'</i>	

Tabella 3.1

La tassonomia dei *minibond*

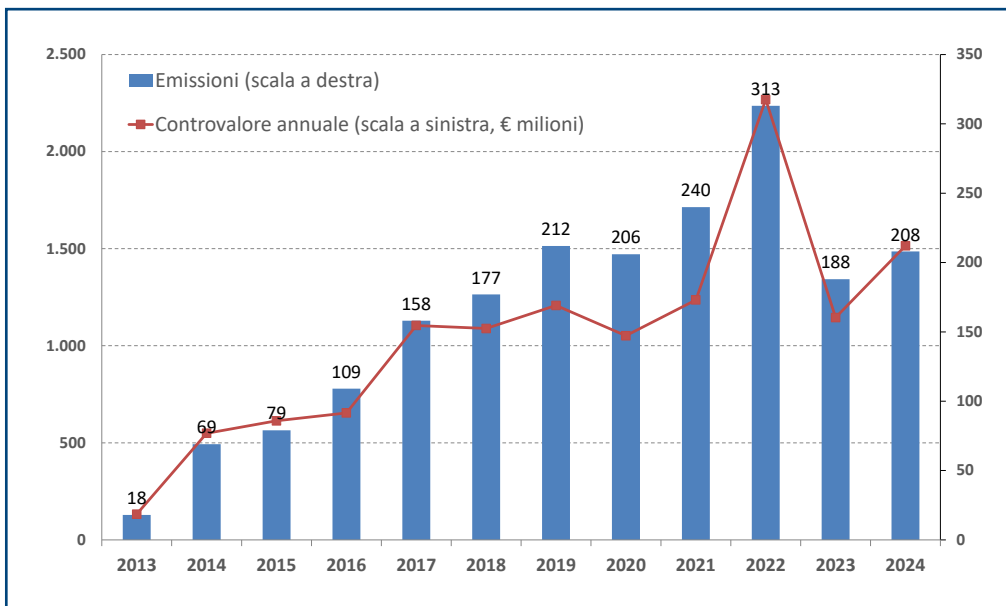
(*) oltre all'eventuale *originator*

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 name'* e quelle del secondo tipo *'club deal'*. In entrambi i casi, specialmente nel secondo, i titoli possono essere quotati (*'listed'*) oppure no (*'private'*). I *minibond 'listed club deal'* sono quelli che si avvicinano di più alle pratiche del mercato mobiliare, perché coinvolgono una pluralità di investitori (come nelle operazioni di *book building* dei *private place-*

Figura 3.1

Flusso temporale delle emissioni di *minibond* dal 2013 al 2024 (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 2024: statistiche descrittive

Le emissioni di *minibond* censite dall'Osservatorio durante l'anno 2024, di importo inferiore a € 50 milioni ed in linea con la definizione adottata nel Capitolo 1, risultano essere 208. L'elenco completo è riportato in Appendice. Nel corso del 2023 si erano registrate invece 188 emissioni; l'incremento è pari al 10,6%.

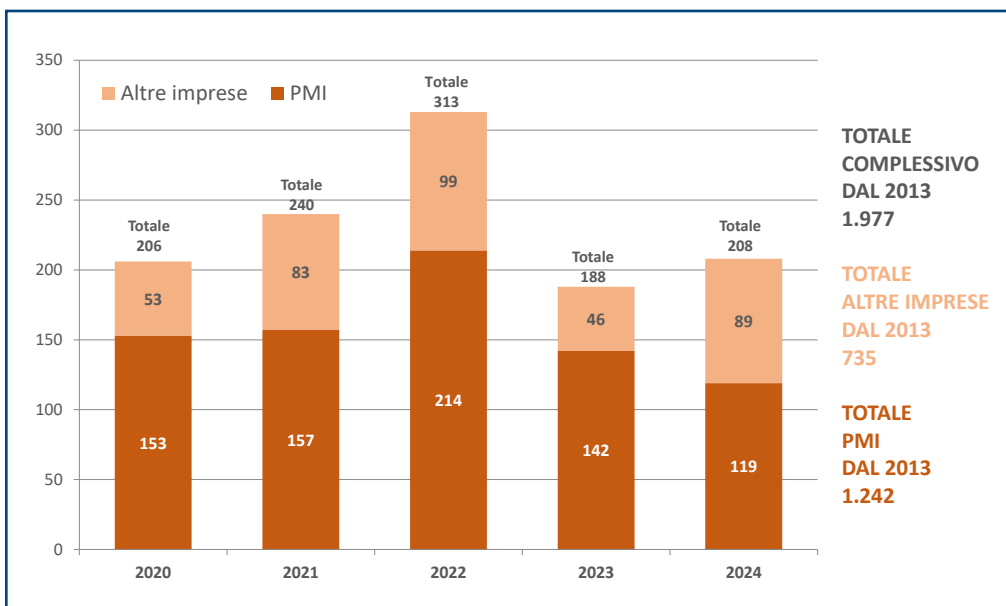
Come sempre, le emissioni non si sono distribuite equamente fra i due semestri; nei primi 6 mesi sono state individuate 'solo' 76 operazioni, mentre il secondo semestre ha portato un contributo di 132 emissioni, con un netto recupero.

A partire dal 2013 disponiamo di un campione complessivo di 1.977 collocamenti, la cui distribuzione nel tempo è descritta in Figura 3.1.

Per quanto riguarda la tipologia di strumenti finanziari, si tratta nella grande maggioranza di casi di obbligazioni e titoli di debito. Abbiamo però anche 25 cambiali finan-

Figura 3.2

Flusso temporale del numero di emissioni di *minibond*: dettaglio negli ultimi 5 anni e suddivisione fra PMI e grandi imprese.



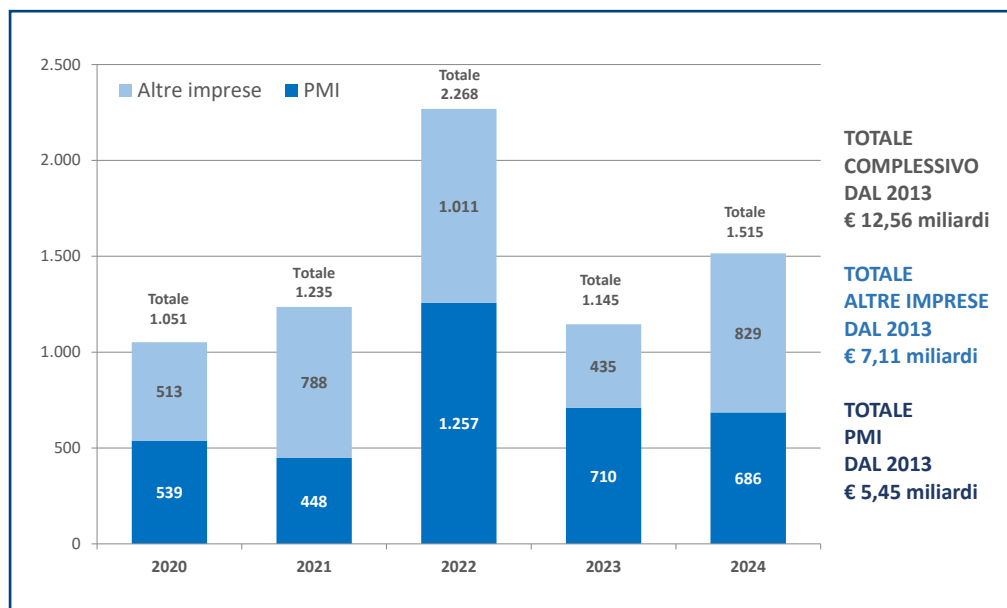


Figura 3.3

Flusso temporale del controvalore di emissioni di *minibond*: dettaglio negli ultimi 5 anni e suddivisione fra PMI e grandi imprese. Dati in € milioni.

ziarie sotto € 50 milioni, pari all'1,3% del campione; ai fini del nostro campione nel 2024 non abbiamo registrato alcuna emissione (in realtà alcune emissioni sul mercato ci sono state ma riguardano società che si qualificano come finanziarie artt. 106/107).

La Figura 3.2 e la Figura 3.3 descrivono il flusso annuale rispettivamente del numero e del controvalore delle emissioni negli ultimi 5 anni. Il valore nominale totale raggiunto a fine 2024 è pari a € 12,56 miliardi; il contributo di flusso relativo al solo 2024 è stato pari a € 1,51 miliardi, con un buon recupero rispetto al 2023 (+32%). Nonostante le incertezze, la raccolta del 2024 si posiziona quindi al secondo posto storico, dietro al *record* del 2022. Il buon risultato è però imputabile esclusivamente alle emissioni delle grandi imprese perché se teniamo conto solo delle 119 emissioni effettuate nel 2024 da PMI (contro le 142 dell'anno precedente) registriamo un valore di € 686 milioni, in lieve calo rispetto al 2023 ma comunque sopra il 2020 e il 2021.

Le PMI nel complesso dal 2013 registrano una raccolta di € 5,45 miliardi con 1.242 emissioni.

La Figura 3.4 disaggrega il flusso della raccolta fra le diverse tipologie di *minibond* individuate dalla tassonomia della Tabella 3.1. Il recupero dei volumi nel 2024 è legato a tutte le tipologie di titoli: i *basket bond* registrano nuove emissioni per € 329,35 milioni (si veda per un dettaglio la Tabella 2.1 nel capitolo precedente, a pagina 28) mentre torna a superare la soglia di un miliardo di euro la raccolta dei *minibond* 'private' e 'listed'.

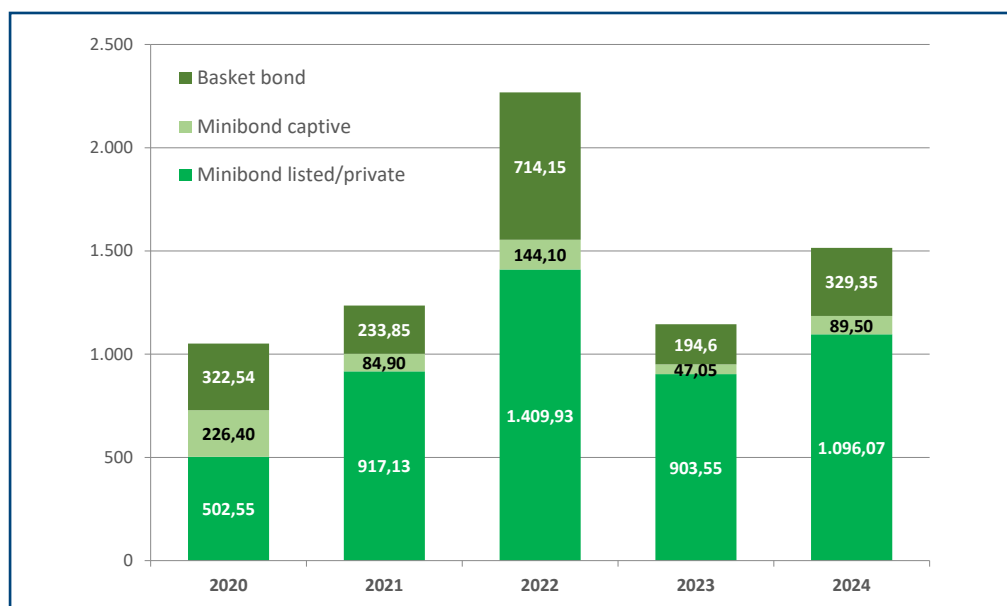
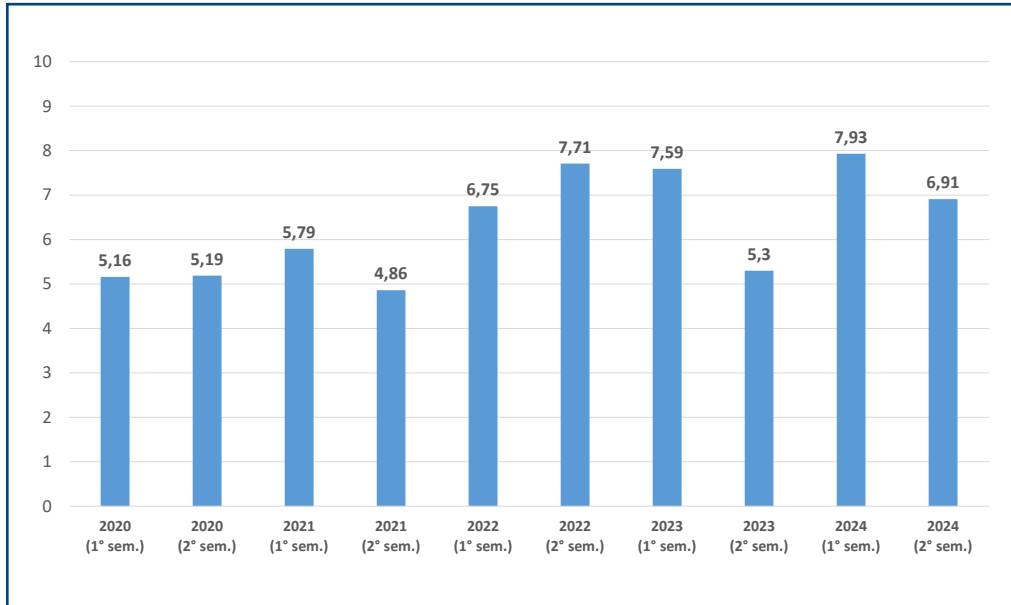


Figura 3.4

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

Figura 3.5

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



La Figura 3.5 aggiorna i dati del controvalore medio delle emissioni per ogni semestre. In coerenza con i numeri prima esposti (buon aumento del controvalore raccolto ma numero di emissioni di poco superiore al 2023), nel 2024 si osserva un incremento della media (€ 7,93 milioni nel primo semestre e € 6,91 milioni nel secondo).

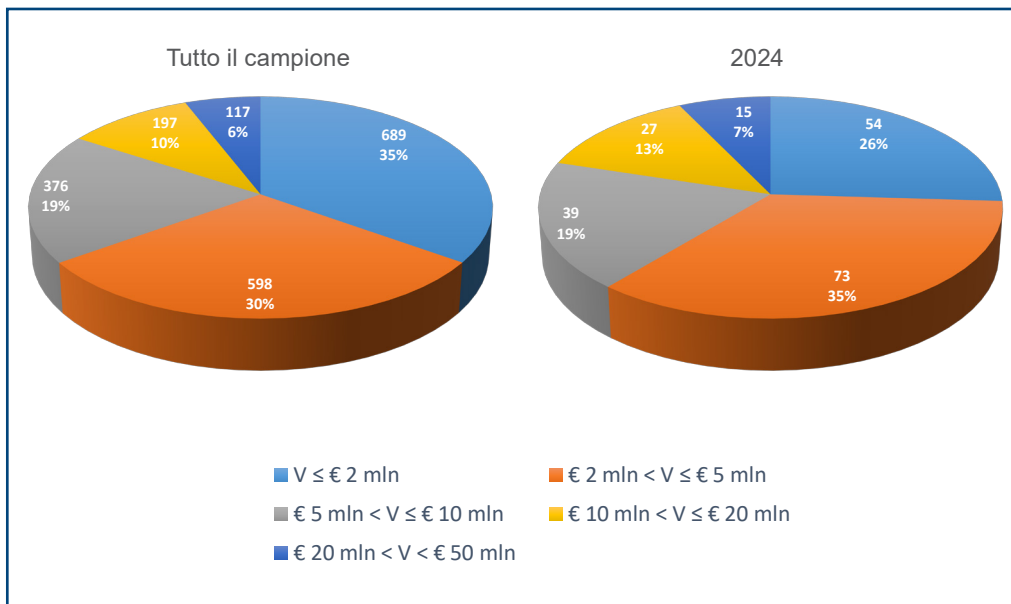
Il valore medio del collocamento effettuato dalle PMI nel 2024 è pari a € 5,76 milioni (in aumento rispetto al 2023), mentre quello effettuato dalle grandi imprese è pari a € 9,31 milioni (stabile). La media complessiva sulle 1.977 osservazioni è pari a € 6,37 milioni.

La distribuzione del controvalore delle singole emissioni è riportata nella Figura 3.6, dove si nota che il 35% dei *minibond* del campione totale ha un valore di collocamento minore o uguale a € 2 milioni, mentre il 30% ha un valore compreso fra € 2 milioni e € 5 milioni. Se guardiamo solo al 2024, coerentemente con l'incremento delle emissioni di maggiore taglia, i *minibond* sotto € 2 milioni scendono al 26% mentre sale l'incidenza di quelli con importo da € 2 milioni a € 5 milioni. Buono anche l'incremento per quelli fra € 10 milioni e € 20 milioni.

Per quanto riguarda la quotazione su un mercato borsistico dei 1.977 *minibond* censiti (si veda la Figura 3.7) 1.480 non sono stati quotati (pari al 75%) mentre 369 (il 19%) sono stati quotati da Borsa Italiana sul segmento ExtraMOT PRO³ (ora Euronext Access Milan) e infine 128 (6%) sono stati quotati su altri mercati esteri (in genere Austria, Lussemburgo, Irlanda).

Figura 3.6

Distribuzione del controvalore nominale delle singole emissioni. Confronto fra il campione complessivo di 1.977 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni e il campione del 2024 (208 emissioni)



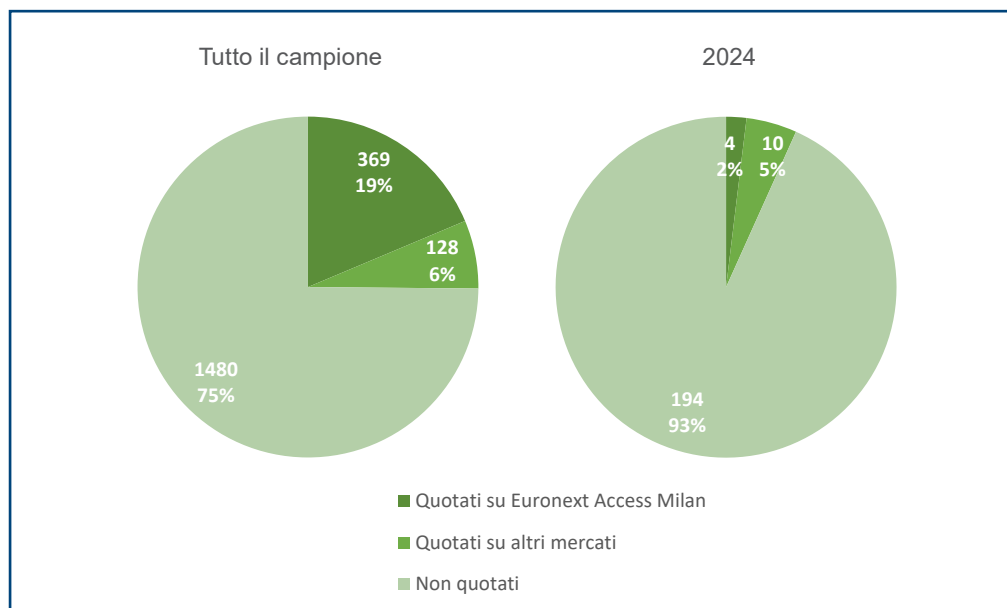


Figura 3.7

Quotazione dei *minibond* su un mercato borsistico. Confronto fra il campione complessivo di 1.977 emissioni di *minibond* e il campione del 2024 (208 emissioni)

Se si considerano solo le emissioni del 2024 (parte destra della Figura 3.7) le non quotate sono 194 (93%, percentuale stabile rispetto all'anno scorso) e le quotate sul listino professionale milanese sono appena 4 (2%) contro le 3 del 2023; anche quest'anno sono di più le quotazioni sui listini esteri (10, pari al 5%). La quotazione rimane quindi poco attraente e i vantaggi sono percepiti come poco interessanti a fronte degli adempimenti.

Scadenza e remunerazione offerta

Passiamo ora ad analizzare la scadenza dei *minibond* del campione, nonché la remunerazione offerta al mercato. Per quanto riguarda la scadenza, la Figura 3.8 suddivide il campione totale in diverse fasce. La maggioranza dei titoli ha una scadenza superiore a 7 anni (505 casi, pari al 26%). Abbiamo poi due gruppi quasi identici (425 e 428 titoli, ovvero singolarmente il 21% e 22% del totale) con scadenza rispettivamente fra 5 e 6 anni e fra 6 e 7 anni. Si conferma che le *maturity* comprese fra 2 e 4 anni sono invece le meno frequenti. Un buon numero di *minibond* scadeva entro 1 anno (177, pari al 9%). Il valore medio complessivo della *maturity* è pari a 5,6 anni.

La Figura 3.9 mette in luce l'evoluzione nel corso del 2024 rispetto all'anno precedente. Si sono viste meno emissioni a scadenza fra 1 e 5 anni, mentre sono aumentate sia quelle con *maturity* inferiore all'anno (passano da 3 a 14) sia quelle superiori a 7 anni (a causa

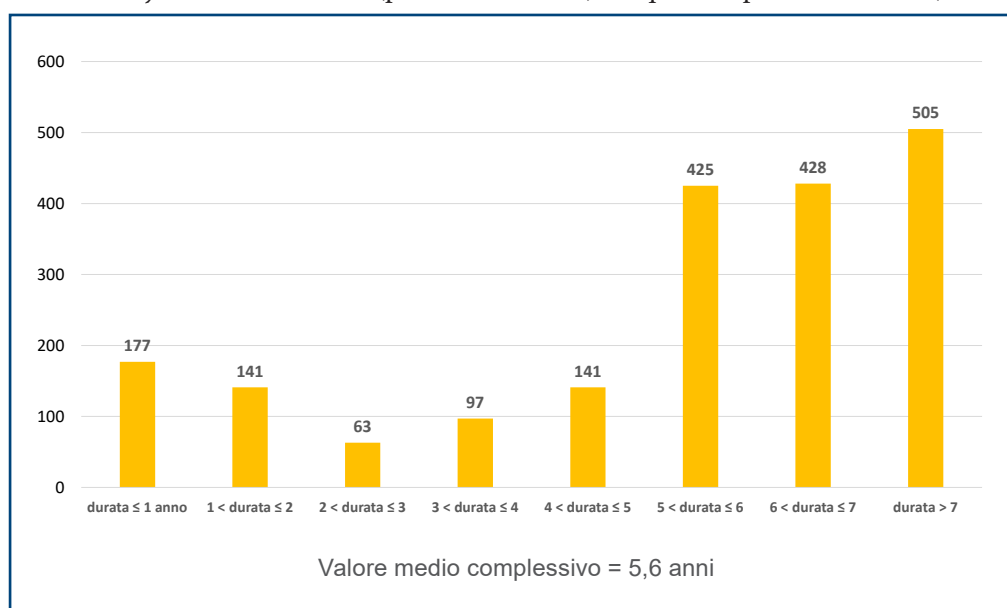
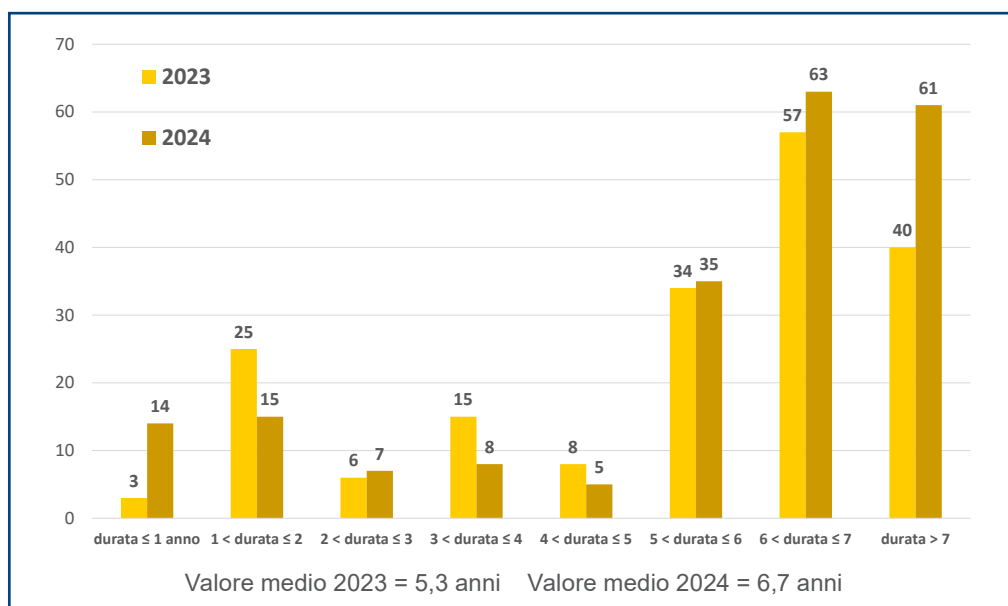


Figura 3.8

Distribuzione complessiva della scadenza del titolo. Campione: 1.977 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni

Figura 3.9

 Distribuzione della scadenza dei *minibond*: confronto fra 2023 e 2024


anche dell'operazione di Viveracqua Hydrobond - si veda il Box 2.1 a pagina 29). Nel complesso la scadenza media sale di oltre 12 mesi e passa da 5,3 anni nel 2023 a 6,7 anni nel 2024.

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 nel campione complessivo prevale la modalità *amortizing* (62,2%); nel 2024 l'incidenza è del tutto simile (63,0%).

Tabella 3.2

 Statistiche sulla modalità di rimborso del capitale.
 Campione: 1.977 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni

Modalità di rimborso:	<i>Bullet</i>	<i>Amortizing</i>	n.d.
Tutto il campione	34,3%	62,2%	3,5%
PMI	34,2%	61,8%	4,0%
Grandi imprese	34,6%	62,9%	2,5%
Società quotate in Borsa	36,6%	58,4%	5,0%
Società non quotate in Borsa	34,1%	62,5%	3,4%
<i>Minibond</i> con scadenza inferiore a 5 anni	81,8%	13,8%	4,4%
<i>Minibond</i> con scadenza uguale o > 5 anni	19,2%	77,6%	3,2%

La determinante più importante è sicuramente la *maturity*: l'81,8% delle emissioni sotto i 5 anni è *bullet* mentre il 77,6% di quelle a lunga scadenza è *amortizing*.

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*.

Un'altra variante è la cosiddetta modalità *PIK* (*payment in kind*) in cui si dà la possibilità di capitalizzare gli interessi dovuti nel corso del tempo e di liquidarli alla scadenza dell'operazione, con un costo complessivo però maggiore per l'emittente. Tale evenienza è diventata abbastanza frequente negli ultimi tempi con l'incremento dei tassi di interesse e la richiesta di rendimenti maggiori da parte degli investitori.

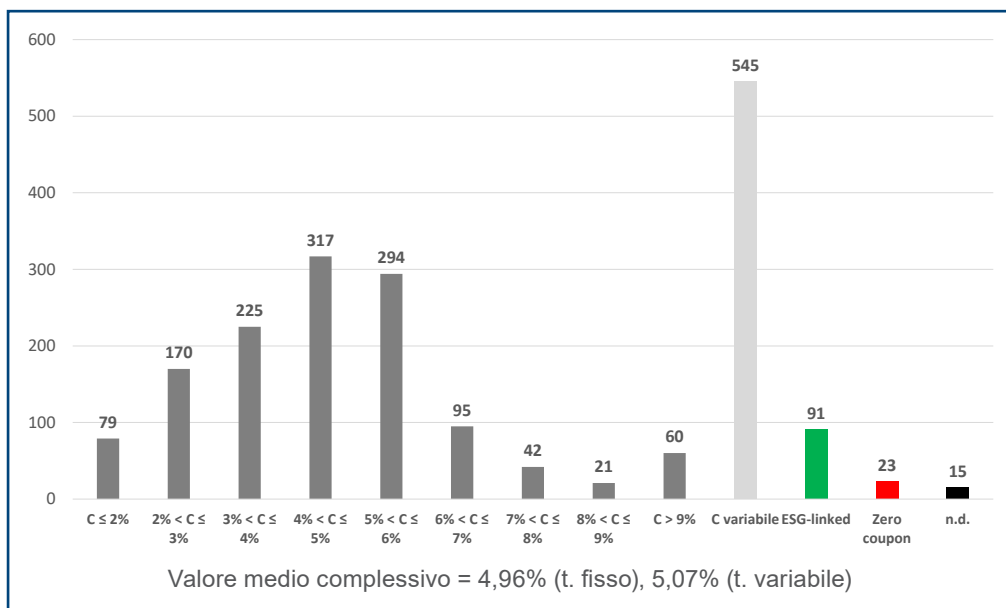


Figura 3.10
Distribuzione della cedola C dei *minibond* sotto € 50 milioni. Il valore del tasso variabile è calcolato usando i tassi Eurirs al momento dell'emissione. Campione: 1.977 emissioni

La Figura 3.10 evidenzia che la maggioranza dei *minibond* del campione paga una cedola fissa; sono invece 545 le emissioni (il 27,6% dei casi) che prevedono una cedola variabile, di solito collegata a un tasso interbancario come l'Euribor. Evidenziamo anche i 91 *minibond* con cedola ESG-linked (ne parliamo a pagina 50, in un paragrafo dedicato) ovvero indicizzata alla *performance* di sostenibilità dell'emittente. Si tratta di una prassi avviata negli ultimi anni, ma che ha già conquistato diverse emissioni (4,6% del campione intero). Nel campione abbiamo pure 23 titoli *zero-coupon* (1,2%), senza cedole, per i quali la remunerazione è solo in funzione del disaggio di emissione, ovvero dello 'sconto' fra prezzo di collocamento e rimborso, o che prevedono possibili *upside* come meccanismi di convertibilità.

Il valore medio per tutto il campione dei titoli con cedola fissa è pari a 4,96%, mentre il valore mediano è molto vicino (4,73%). Utilizzando il tasso *swap* Eurirs abbiamo anche calcolato il costo del capitale equivalente per i *minibond* a tasso variabile, che risulta in media pari al 5,07%. In realtà considerare la media sul periodo ultra-decennale trascorso comincia ad essere poco significativo, visto l'alternarsi di annate con tassi di mercato molto bassi e di annate (quali il 2023 e appunto il 2024) con vistosi e rapidi rialzi.

L'importo della cedola dipende infatti da una pluralità di variabili: a parità di altri fattori, più lontana è la scadenza del titolo, maggiore sarà l'importo della cedola (il che rispecchia il premio di rendimento che in genere il mercato chiede per il lungo termine sulla

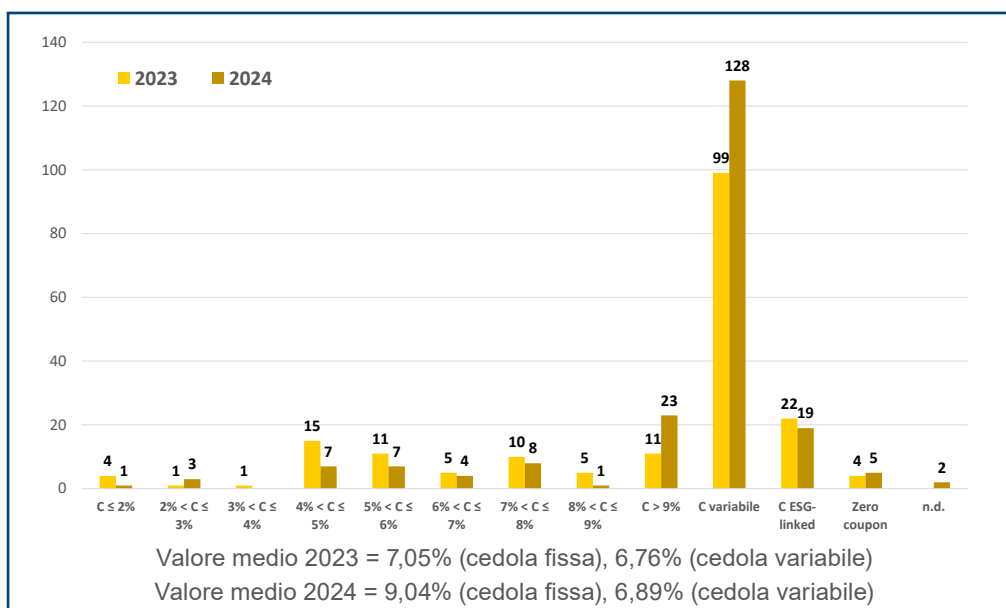


Figura 3.11
La cedola C dei *minibond*: confronto fra 2023 e 2024. Il valore del tasso variabile è calcolato usando i tassi Eurirs al momento dell'emissione.



Alberto Lampertico
(Riello Investimenti Partners SGR)

“L’incremento dei tassi di interesse ha portato gli investitori sul mercato dei *minibond* a chiedere rendimenti maggiori rispetto al passato. L’offerta di una cedola PIK con la capitalizzazione degli interessi al termine dell’operazione di finanziamento può rispondere sia alla richiesta di rendimenti più elevati sia alla flessibilità per l’impresa di ottimizzare la gestione della liquidità nel breve termine”

struttura per scadenza dei tassi). Inoltre la cedola sarà proporzionale al possibile rischio di insolvenza dell’emittente: maggiore è il rischio percepito, maggiore sarà il premio di rendimento richiesto dagli investitori. Da questo punto di vista l’intervento di soggetti terzi come i Consorzi Fidi e il Fondo di Garanzia dello Stato potrà fornire una garanzia in caso di prima perdita e contribuire a ridurre il costo del capitale. Questo contribuisce a spiegare la ragione della presenza di ben 79 *minibond* con cedola inferiore o uguale al 2%. Infine, data la scarsa liquidità dei *minibond* sul mercato, la cedola comprenderà anche un premio di illiquidità, che ci aspettiamo essere maggiore quanto più piccolo è il controvalore dell’emissione e nel caso essa non sia quotata.

Sicuramente l’aumento dei tassi generato dalla politica monetaria restrittiva cominciata nel 2022 è stato uno dei temi ‘forti’ per il mondo dei *minibond* negli ultimi tempi. La Figura 3.11, alla pagina precedente, evidenzia una ulteriore crescita del valore della cedola fissa rispetto al 2023. Nel 2024 siamo arrivati in media al 9,04% contro il 7,05% dell’anno precedente. In realtà il dato va pesato rispetto al fatto che meno del 40% delle emissioni nell’anno prevedevano una cedola fissa: 128 emissioni su 208 (61%) pagavano infatti una cedola variabile. Sempre utilizzando il tasso Eurirs, è stato calcolato il tasso di interesse equivalente, che risulta in media nel 2024 pari a 6,89%, non molto diverso rispetto a quello trovato nel 2023 (6,76%). Ricordiamo che nel 2021 i *minibond* collocati a tasso variabile erano solo il 10%.

Il secondo elemento di interesse è l’arrivo di nuove emissioni (19, ovvero il 9% sul 2024) con cedola indicizzata alla *performance ESG*.

Confrontando la cedola offerta dalle PMI rispetto a quella delle grandi imprese, non si riscontrano significative differenze e anzi c’è un lieve vantaggio per le PMI, anche perché riescono più facilmente ad accedere a garanzie pubbliche.

Il rating

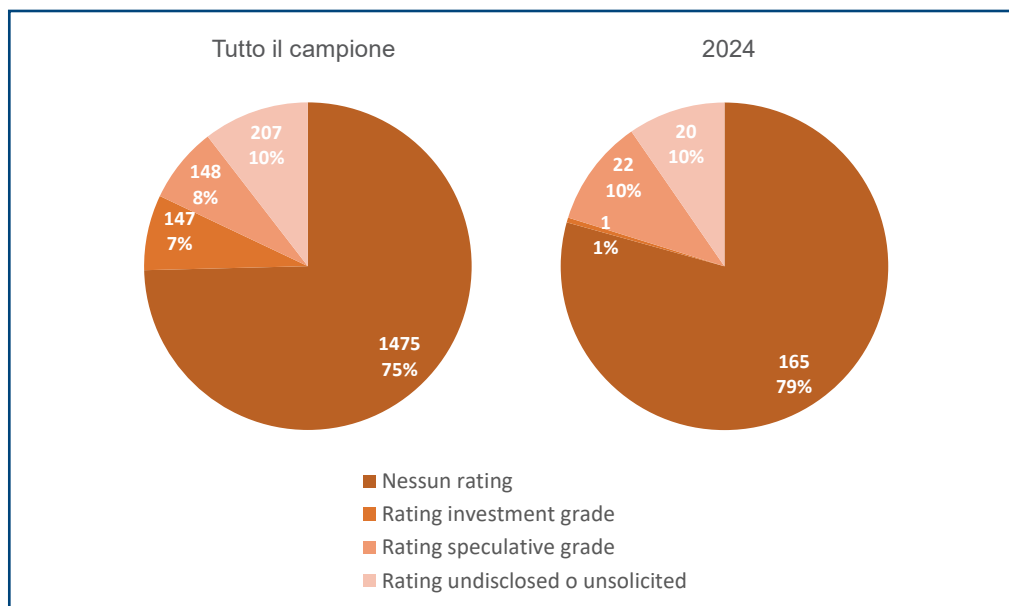
Il *rating* è certamente l’informazione principale che il mercato può avere circa il rischio di insolvenza dell’emittente. Si tratta infatti di un giudizio di merito emesso da una società autorizzata dagli enti di vigilanza rispetto alla capacità dell’emittente di ottemperare agli impegni previsti circa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

Ogni *rating agency* possiede una propria scala di valutazione¹, dove verrà ‘posizionata’ l’impresa emittente in funzione di indicatori relativi alla solidità patrimoniale, al grado di indebitamento corrente, 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.

Figura 3.12

Presenza del *rating* sui *minibond* sotto € 50 milioni. Confronto fra il campione complessivo di 1.977 emissioni e il campione del 2024 (208 emissioni)



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

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 3.12 evidenzia che nel campione totale il 75% delle emissioni non è accompagnato da un *rating* (1.475 casi). Abbiamo 147 emissioni (7%) associate a un *rating* 'investment grade' (ovvero con un giudizio pari almeno a BBB- nella scala utilizzata da Standard & Poor's, o equivalente) e 148 (8%) con *rating* inferiore alla soglia indicata ('speculative grade'). Infine abbiamo 207 emissioni (10%) associate ad un *rating undisclosed* o *unsolicited* e quindi non 'pubblico' richiesto in genere dall'investitore. La parte destra della Figura 3.12 evidenzia che nel 2024 solo 1 titolo ha ottenuto una valutazione *investment grade* mentre abbiamo 22 strumenti (10%) con *rating high yield*, più 20 (10%) con valutazione *undisclosed* o *unsolicited*.

Attribuzione del rating:	Nessun rating	Sì (investment grade)	Sì (speculative grade)	Sì (undisclosed o unsolicited)
PMI	77,1%	6,0%	7,9%	9,0%
Grandi imprese	70,5%	9,8%	6,8%	12,9%
Società quotate in Borsa	78,9%	9,9%	3,1%	8,1%
Società non quotate in Borsa	74,2%	7,2%	7,9%	10,7%
Minibond con scadenza < 5 anni	88,9%	3,3%	3,6%	4,2%
Minibond con scadenza = o > 5 anni	70,0%	8,7%	8,7%	12,5%

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 e di lunga durata. Meno frequente è il ricorso a tale segnale per le emissioni a breve termine e per le società quotate in Borsa. 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. La sua presenza dipende significativamente dall'investitore a cui l'impresa si rivolge.

Infine, va sottolineato che con la crescente attenzione degli investitori verso le tematiche di sostenibilità, accanto al *rating* sul rischio di *default* è possibile ottenere anche per le PMI un *rating* ESG che evidenzia meriti e rischi legati a temi di natura ambientale, sociale e di *governance*. Il tema è così rilevante che l'Unione Europea si è da poco dotata di un Regolamento specifico (UE/2024/3005) in materia, che ne disciplina l'integrità e la trasparenza.

Opzioni, covenant e garanzie

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

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

Tabella 3.3

Statistiche sull'attribuzione del *rating*.
Campione: 1.977 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni

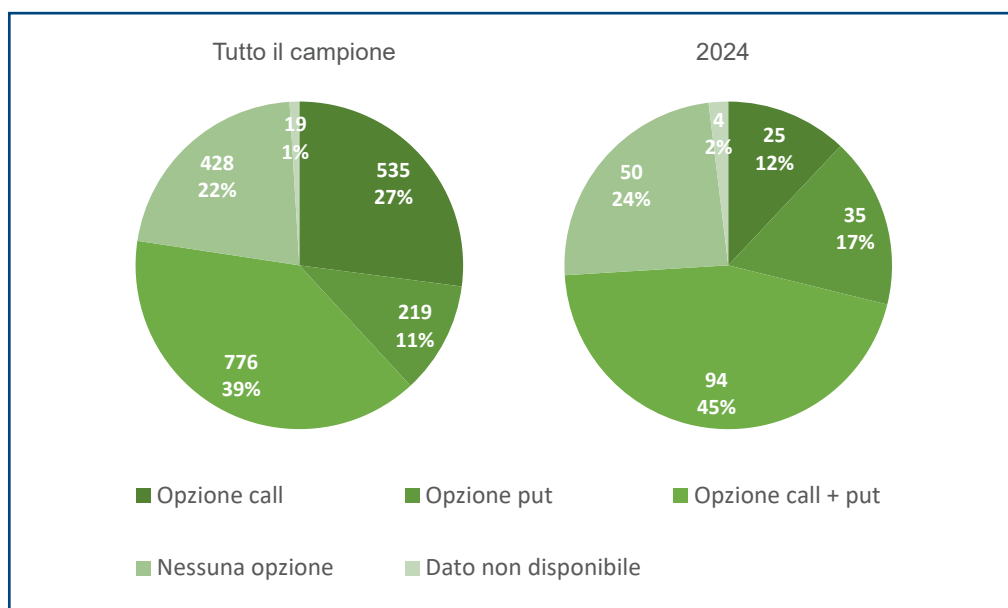


Mattia Ciprian
(modefinance)

“Una nuova percezione del *rating*, rapido, credibile, leggero e non invasivo, è ancora più concreta quando abbinata a iniziative come i *basket bond*: il processo è accessibile e non deve spaventare, ma diventare opportunità strategica, asset utile anche nei rapporti con banche, investitori e l'intera filiera. Lo stesso vale per un *rating* ESG, che aggiunge valore nel dialogo con il mercato e favorisce la crescita aziendale in un contesto sempre più orientato alla trasparenza ed alla sostenibilità”

Figura 3.13

Presenza di opzioni *call* e/o *put*. Confronto fra il campione complessivo di 1.977 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni e il campione del 2024 (208 emissioni)



Nel campione globale dei *minibond* sotto € 50 milioni esistono titoli che contengono una, entrambe, o nessuna delle opzioni. La Figura 3.13 evidenzia che una buona percentuale del campione prevede entrambe le opzioni (776 emissioni pari al 39%). Vi sono invece 428 titoli (pari al 22% del campione) che non prevedono alcuna opzione. I titoli solamente *puttable* sono 219 (l'11%) mentre quelli solo *callable* sono 535 (27%). Nel 2024 una parte significativa dei titoli prevedeva entrambe le opzioni (94 casi pari al 45%) mentre i *minibond* senza opzioni sono stati 50 (il 24%). Completano il quadro i titoli con sola opzione *call* (25, ovvero il 12%, in forte discesa rispetto al 2023) e sola *put* (35, il 17%, in buon aumento rispetto all'anno precedente).

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

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

Tabella 3.4

Statistiche sull'esistenza di opzioni *call* e *put*. Campione: 1.977 emissioni di *minibond*

Presenza di opzioni:	Nessuna	Call	Put	Call + put	n.d.
PMI	22,4%	27,5%	9,2%	39,9%	1,0%
Grandi imprese	20,4%	26,3%	14,3%	38,1%	1,0%
Società quotate in Borsa	31,7%	24,2%	7,5%	36,0%	0,6%
Società non quotate in Borsa	20,8%	27,3%	11,4%	39,5%	1,0%
<i>Minibond</i> con scadenza < a 5 anni	28,0%	28,5%	7,5%	34,9%	1,0%
<i>Minibond</i> con scadenza = o > 5 anni	19,6%	26,6%	12,2%	40,6%	0,9%

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

Nel campione delle 1.977 emissioni di *minibond*, la presenza di una garanzia compare con certezza in 1.136 casi, pari al 57% del totale. In genere si tratta di garanzie offerte da soggetti pubblici (come Stato o Regioni) o enti deputati a favorire l'accesso al credito delle PMI (come i Consorzi Fidi), ipoteche su beni, pegni sui titoli azionari dell'emittente o di una consociata, fidejussioni fornite da soggetti terzi, privilegi sul magazzino o sulle scorte (fra cui anche bottiglie di vino e formaggi!). Particolare attenzione va prestata al

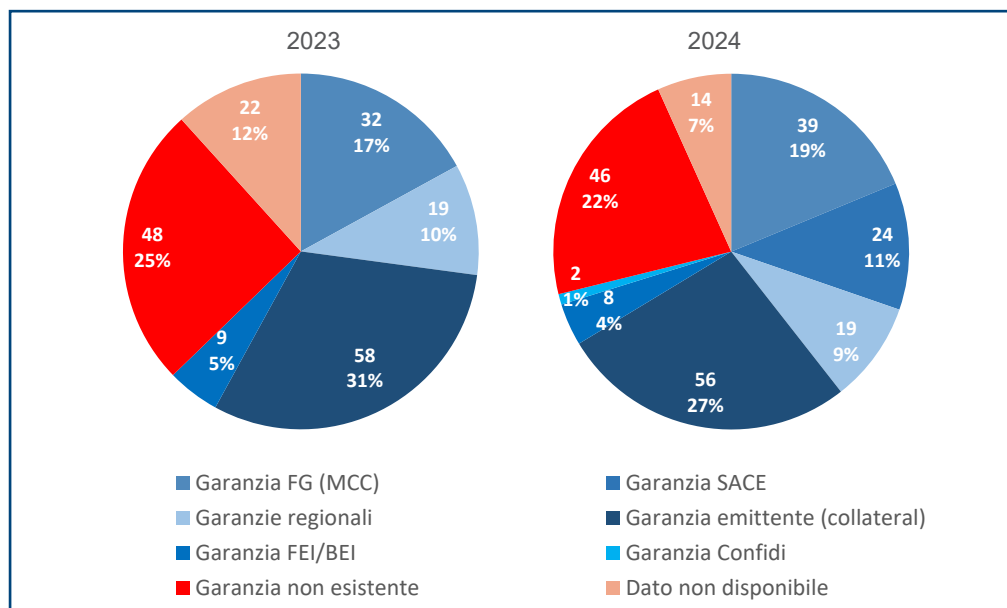


Figura 3.14

Presenza di garanzie relative al rimborso dei minibond.

Confronto fra il 2023 (188 emissioni) e il 2024 (208 emissioni)

Fondo di Garanzia statale gestito da Mediocredito Centrale (MCC), poiché - come specificato nel Box 3.1 a pagina 48 - la garanzia viene richiesta dall'investitore, quindi non è ottenuta dall'emittente, il quale può solo verificare l'eleggibilità preliminare.

Nelle emissioni del 2024 (si veda la Figura 3.14 dove confrontiamo gli ultimi due anni) si notano alcune cose interessanti. A valle delle misure emergenziali legate alla pandemia Covid, il mercato si è 'abituato' alle garanzie. Nel 2024 solo il 22% dei minibond era *unsecured*, mentre nel 2023 la percentuale era il 25%. La garanzia MCC rimane sempre un'opzione perseguita (la prevede il 19% del campione contro il 17% dell'anno prima) ed è tornata anche la garanzia SACE, con 24 casi (11% delle emissioni nel 2024 - si veda l'approfondimento nella prossima pagina). Le garanzie regionali interessano soprattutto i *basket bond* (siamo a 19 emissioni nell'ultimo anno, come nel 2023). Rimane sempre utilizzata la possibilità di offrire autonomamente una garanzia da parte dell'emittente (56 casi, 27% del campione). Completano il quadro le garanzie del gruppo BEI/FEI (Banca Europea per gli Investimenti e Fondo Europeo per gli Investimenti) con 8 casi e quella dei Confidi con 2 casi.

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. Bisogna quindi prestare particolare attenzione a questi accordi. Va da sé che per essere efficace un *covenant* deve essere riferito a dati oggettivi, misurabili e non manipolabili, evitando ogni possibile contestazione.

La Figura 3.15 mostra che il vincolo dei *covenant* finanziari è frequente: compare infatti in 929 casi (pari al 47% del campione). La presenza dei *covenant* è diventata più frequente negli anni recenti come si osserva dai dati degli ultimi 12 mesi (grafico a destra nella Figura 3.15; siamo al 51% contro il 41% del 2023).

Box 3.1

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



Pierpaolo Brunozzi
(Mediocredito Centrale)

“Lo sviluppo di fonti finanziarie alternative è oggi più che mai un fattore strategico per la competitività del Paese a cui può dare un importante contributo il Fondo di garanzia per le PMI. Valorizzando al meglio la presenza della garanzia pubblica i *minibond* possono rappresentare uno strumento di finanza alternativa per le imprese che consente loro di accedere a finanza paziente a lungo termine e di diversificare le fonti di debito”



Jacopo Traversa
(SACE)

Il Fondo di Garanzia per le piccole e medie imprese (FG) è stato istituito dalla Legge 662/1996 e sostiene l'accesso al credito a favore delle PMI attraverso risorse pubbliche, statali ed europee. Si tratta di un'opportunità offerta a tutte le imprese italiane di ogni settore economico. La gestione del FG è affidata dal ministero delle Imprese e del made in Italy ad un raggruppamento temporaneo di imprese, che vede come soggetto mandatario Mediocredito Centrale e come mandanti Banca MPS, Intesa Sanpaolo, UniCredit, BFF Bank e Artigiancassa. Il FG interviene sia sulle operazioni di sottoscrizione di singoli *minibond* sia su portafogli di obbligazioni (*basket bond*). Le modalità di intervento sui *minibond* singoli prevedono percentuali di copertura identiche a quelle delle altre tipologie di operazioni finanziarie. In particolare, a partire dal 1/1/2025, come previsto dalla legge di Bilancio 2025, la garanzia interviene all'80% in caso di investimento e 50% in caso di liquidità. L'importo massimo garantito, come per le altre operazioni, è di € 2,5 milioni. La predetta soglia può essere innalzata a € 5 milioni, ad esclusione delle Mid Cap per le quali si è in attesa che la Commissione Europea autorizzi un nuovo metodo di calcolo dell'aiuto, se si adotta il metodo dei cosiddetti “premi esenti” per calcolare il contenuto agevolativo delle garanzie (Circolare n.3/2024 di Mediocredito Centrale).

Per quanto riguarda i *basket bond* l'intervento è regolato a partire dal 6/4/2023 dalle specifiche modalità operative dedicate ai portafogli di obbligazioni a valere su una Sezione speciale *ad hoc*. Tenuto conto delle modifiche apportate dall'art. 15-bis del D.L. 145/2023 (“Decreto Anticipi”), a partire dal 1/1/2024 i singoli *minibond* devono avere un importo compreso tra di € 500.000 e € 8 milioni (comunque non superiore al 5% dell'importo complessivo del portafoglio) e durata massima di 10 anni, mentre l'intero portafoglio deve avere un ammontare compreso tra € 10 milioni e € 75 milioni. Per quanto riguarda le coperture, fermo restando che la garanzia è in funzione della rischiosità del portafoglio misurata attraverso la probabilità di *default* (PD) media, per portafogli di obbligazioni che presentano una rischiosità più elevata si può arrivare al 25% dell'importo complessivo del portafoglio stesso. Da notare, infine, che il FG può intervenire su operazioni di cartolarizzazione di tipo tradizionale, sintetico (senza la presenza di una società veicolo) o senza segmentazione del portafoglio.

L'operatività sui *basket bond* ha iniziato a svilupparsi solo in tempi recenti. I *minibond* garantiti in questo ambito, infatti, sono stati 31 per € 70,7 milioni di importi emessi e € 55,6 milioni di importi garantiti. Più significativi i volumi complessivi che comprendono anche i singoli *minibond*: 293 operazioni per € 416,5 milioni di importi emessi e € 302,6 milioni di importi garantiti a partire dal 2015. Nel 2024 le operazioni approvate sono state 28 (con una diminuzione del 43% sul 2023) per € 48,8 milioni di importi emessi (-47%) e € 32,6 milioni di importi garantiti (-53%). Tornando ai dati cumulati dal 2015 al 2024, per quanto riguarda la distribuzione geografica, la prima regione per *minibond* garantiti è il Veneto con 74, seguita da Lombardia (70), Piemonte (29), Emilia-Romagna (28), Campania (22) e Lazio (16). Se guardiamo agli importi emessi, invece, al primo posto troviamo la Lombardia con € 105,3 milioni, seguita da Piemonte (€ 53,7 milioni), Emilia-Romagna (€ 49,5 milioni), Campania (€ 37,4 milioni), Veneto (€ 37 milioni) e Lazio (€ 31,5 milioni).

SACE è un altro importante attore nel campo delle garanzie sui *minibond* e sostiene da tempo le imprese italiane nei loro processi di *export* e internazionalizzazione e nei loro investimenti in innovazione e sostenibilità. 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. Tra il 2020 ed il 2022 SACE, tramite il programma di garanzia esteso anche ai *minibond*, ha garantito 38 crediti per un totale di € 154,25 milioni, di cui 11 a favore di PMI per un valore di € 28,35 milioni. Dopo la pausa temporanea del 2023, SACE nel 2024 ha attivato la nuova garanzia Archimede, che rappresenta un'importante opportunità per le imprese che desiderano accedere a questa forma tecnica, rafforzando ulteriormente il ruolo di SACE come *partner* strategico al fianco delle imprese italiane nei loro progetti di innovazione e *export* e per lo sviluppo del sistema economico nazionale. Nel 2024 i *minibond* coperti da questa garanzia di SACE sono stati 5, per un totale di € 22,11 milioni.

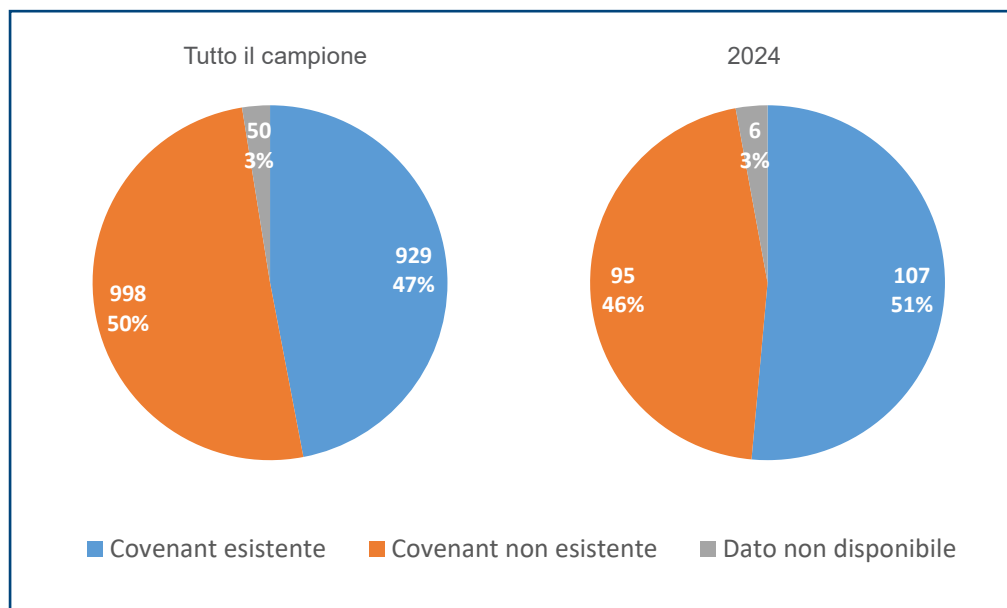


Figura 3.15

Presenza di *covenant* finanziari da rispettare. Confronto fra il campione complessivo di 1.977 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni e il campione del 2024 (208 emissioni)

È più probabile trovare *covenant* nelle emissioni di *minibond* con scadenza nel lungo termine.

Le motivazioni del collocamento

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

In particolare sono state identificate cinque motivazioni principali:

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

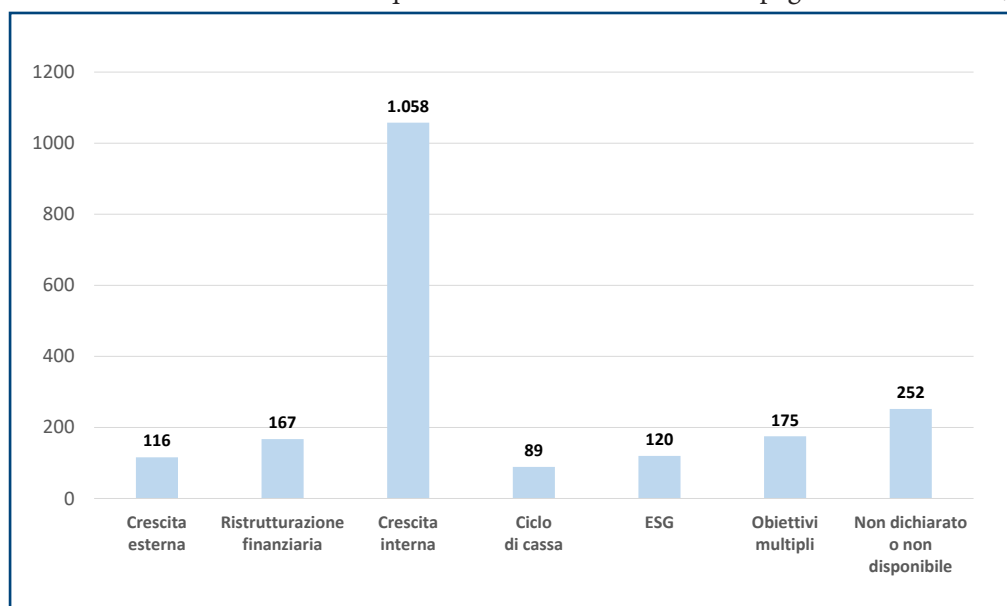
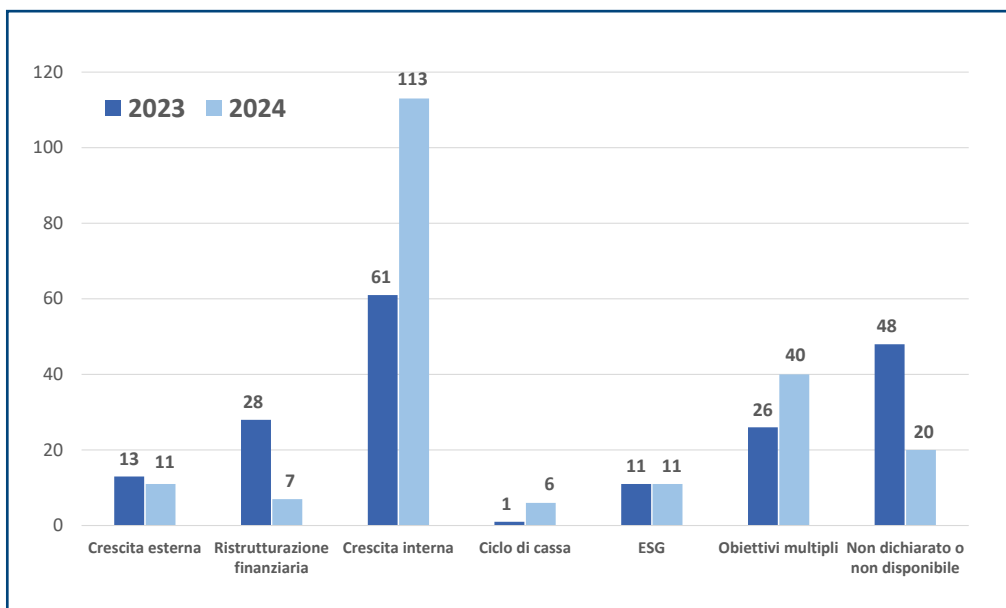


Figura 3.16

Finalità dichiarate dell'emissione di *minibond* fino a € 50 milioni. Campione: 1.977 emissioni

Figura 3.17

Finalità dichiarate dell'emissione di *minibond* fino a € 50 milioni. Confronto fra il 2023 (188 emissioni) e il 2024 (208 emissioni)



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

La Figura 3.16 suddivide il campione totale delle emissioni in funzione della motivazione principale dichiarata. Si nota che la determinante principale è sempre il finanziamento della crescita interna, che riguarda il 54% delle emissioni (1.058 casi); segue l'obiettivo della ristrutturazione finanziaria del passivo (167 casi, 8%). Al terzo posto salgono gli obiettivi di impatto su metriche ESG (120 emissioni, 6%). Abbiamo poi il finanziamento di future acquisizioni esterne con 116 emissioni (6%) seguito dal supporto al ciclo di cassa nel breve termine (89 emissioni con il 5%).

In 175 casi (9%) erano dichiarati obiettivi multipli, non riconducibili prevalentemente ad una delle altre voci mentre nei rimanenti 252 casi (13%) gli obiettivi operativi non erano presenti nel regolamento dell'emissione o da fonti pubblicamente disponibili.

Nel 2024, rispetto all'anno precedente, sono risultate più frequenti le emissioni finalizzate a obiettivi di crescita interna (si veda la Figura 3.17) e quelle con obiettivi multipli mentre sono scese la casistiche di crescita esterna e di ristrutturazione/consolidamento del debito.



Graziano Novello
(Sella Investment Banking)

“Crediamo fortemente che l'emissione di prestiti obbligazionari offra alle aziende un'opportunità per intraprendere un percorso virtuoso di crescita sia interna che tramite operazioni di M&A, soprattutto nell'attuale scenario, e non sia solo un'opzione a disposizione per raccogliere risorse finanziarie. Per garantire uno sviluppo sostenibile del mercato, sarà fondamentale ampliare la base degli investitori facendo leva su strumenti *secured* e valorizzando, al contempo, l'impatto ambientale e sociale positivo connesso ai programmi di investimento finanziati”

Focus: i *minibond* ESG

L'attenzione del mercato finanziario verso la sostenibilità e i temi ESG (Environmental, Social, Governance) continua a spingere 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, per la prima volta nel 2024 gli investimenti per la transizione energetica hanno superato \$ 2.000 miliardi a livello mondiale. Più di un terzo dei volumi è stato mobilitato dalla Cina. Le obbligazioni ESG hanno dato un contributo significativo al mercato: i dati di Climate Bonds Initiative parlano di \$ 818 miliardi raccolti nei primi 9 mesi del 2024, un risultato molto buono rispetto agli anni precedenti. L'Europa continua ad essere un mercato di riferimento mentre negli USA il 'cambio di rotta' della nuova amministrazione Trump sta determinando un riorientamento dei flussi di investimento: secondo BloombergNEF negli ultimi mesi le emissioni sul mercato americano di '*green bond*' sono state superate da quelle di '*social bond*'. Le prospettive per il 2025 nel resto del Mondo sono comunque positive.

I *green bond* sono titoli obbligazionari emessi per finanziare progetti con un impatto

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

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

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

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

Con lo stesso obiettivo, nei mesi scorsi è stato emanato il Regolamento UE 2024/3005 relativo all'attività di *rating* in ambito ESG, ovvero all'attribuzione alle imprese emittenti di classi di merito sul tema della sostenibilità. Numerosi studi mostrano che le valutazioni tendono spesso a divergere, basandosi su metodologie diverse e valutazioni soggettive. Ciò crea confusione fra gli investitori, a maggior ragione nel caso delle PMI che non sono tenute a pubblicare rendiconti di sostenibilità.

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 *bond ESG* abbia cominciato a interessare anche il mercato italiano dei *minibond*.

Anche per il 2024 abbiamo quindi individuato i casi in cui il progetto finanziato da un *minibond* è caratterizzato da un impatto dichiarato, primario e significativo utilizzando per i titoli *green* i 6 pilastri della Tassonomia UE (Regolamento 2020/852), ovvero: (i) mitigazione del cambiamento climatico, (ii) adattamento al cambiamento climatico, (iii) uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e marine, (iv) transizione verso l'economia circolare, con riferimento anche a riduzione e riciclo dei rifiuti, (v) prevenzione e controllo dell'inquinamento, (vi) protezione della biodiversità e della salute degli ecosistemi. Per i *minibond sustainability-linked* è facile individuare dai regolamenti delle emissioni eventuali indicizzazioni delle cedole a indicatori ESG. Da quest'anno tracciamo anche i *minibond social*: in assenza di una tassonomia UE sul tema, il criterio è quello di verificare se i proventi raccolti saranno utilizzati per finanziare progetti con un



Alessandro Mallo
(UniCredit)

“Con i *minibond* e i *basket bond* le PMI avvicinano un segmento del mercato finanziario aperto fondamentalmente alle sole aziende quotate fino a qualche anno fa. L'obiettivo è quello di diffondere la cultura del mercato dei capitali presso le piccole e medie imprese italiane. La semplificazione è fondamentale per lo sviluppo del prodotto: i *basket bond* con cartolarizzazione sintetica (come ad esempio il progetto “Made in Italy”) possono sfruttare la garanzia di portafoglio e consentire alle aziende tempi di esecuzione più rapidi e costi minori”

Box 3.2

Casi di studio di emittenti di *minibond* ESG



Riccardo Bailo
(A+B Industrial Tools Company SpA)

A+B Industrial Tools Company SpA

Il Gruppo A+B è una realtà industriale con sede legale a Brescia che conta 14 aziende di produzione e distribuzione di prodotti per le lavorazioni meccaniche. Il fatturato consolidato nel 2023 è stato pari a € 137,6 milioni con un EBITDA *margin* superiore al 10%. A fine 2024 la capogruppo ha emesso un *minibond sustainability-linked* (*compliant* con i principi ICMA) da € 12 milioni della durata di sei anni, finalizzato a sostenere un ambizioso piano di acquisizioni con l'obiettivo di supportare la crescita internazionale del Gruppo. La struttura '*sustainability-linked*' prevede uno *step-down* della cedola conseguente al raggiungimento di determinati obiettivi di sostenibilità a seguito di una precisa valutazione dell'impatto ESG raggiunto. L'emissione, promossa da Sella Investment Banking in qualità di *arranger* e *advisor* finanziario, rientra nel programma triennale di *basket bond* da € 200 milioni lanciato nel 2021 da Sella, CDP e MCC.

B. For Pet Srl Società Benefit

La trentina B. For Pet Srl Società Benefit fa parte del gruppo VP Italia ed è attiva nella produzione di plastica riciclata: è stata tra le prime realtà in Italia a specializzarsi nel riciclo delle vaschette in PET, contribuendo allo sviluppo di un modello di economia circolare in cui la plastica viene valorizzata come risorsa. A supporto del proprio percorso di crescita e sviluppo sostenibile, nel 2024 ha emesso un *minibond green* da € 2 milioni della durata di sei anni, assistito dal Fondo di Garanzia per le PMI. L'operazione è stata finanziata da UniCredit e MCC nell'ambito del programma Basket Bond 'Made in Italy'. I proventi della raccolta saranno destinati ad accelerare gli investimenti in progetti innovativi per il riciclo della plastica, ampliando la capacità produttiva dell'azienda e rafforzandone il posizionamento nel mercato europeo.

Codess Sociale Società Cooperativa

Con sede legale a Padova, Codess Sociale opera a livello nazionale nella gestione di servizi socio-assistenziali, sanitari, educativi e riabilitativi. Inoltre, svolge anche le attività previste dalla Legge 381/91, che favoriscono l'integrazione sociale di persone svantaggiate nel mondo del lavoro. Con oltre 300 enti pubblici tra le referenze e un organico di oltre 3.500 persone sul territorio nazionale, Codess rappresenta una realtà consolidata nel settore. Nel 2024 ha emesso tre *minibond social*, per un ammontare complessivo di € 10,5 milioni. I proventi della raccolta saranno destinati ai progetti sociali futuri. Due delle emissioni sono state strutturate con il supporto di Frigiolini & Partners Merchant in qualità di *arranger*, mentre la terza è stata realizzata nell'ambito del programma RedFish Basket Bond, con Banca Finint nel ruolo di *arranger*.



Alberto Ruggeri
(Codess Sociale)

CO-VER Power Technology SpA

Con sede a Verbania, CO-VER Power Technology SpA ha realizzato nel 2023 un valore della produzione di circa € 28 milioni. L'azienda opera nei settori dell'efficienza energetica industriale e della sostenibilità ambientale. È specializzata nella progettazione, realizzazione e gestione di centrali di cogenerazione e trigenerazione, oltre che di impianti alimentati da fonti rinnovabili, sia per conto terzi che in modalità ESCo (Energy Service Company).

CO-VER Power Technology ha avviato un piano di investimento finanziari nel comparto del biometano, considerato una risorsa chiave nel processo di transizione energetica, attraverso l'acquisizione di società attive nella produzione di biogas e la loro conversione a biometano. A tal fine, nel 2024 la società ha emesso un *minibond green* da € 5 milioni con durata di sette anni, interamente sottoscritto da Riello Investimenti SGR attraverso il fondo Impresa Italia II.

S.A.L.P. Società Appalto Lavori Pubblici SpA

Costituita nel 1959 a Bologna, S.A.L.P. si trasferisce in Friuli Venezia Giulia nel 1971 e oggi è una delle principali imprese italiane specializzate nella costruzione di metanodotti, oleodotti, ossigenodotti e acquedotti, oltre che in attività di bonifica del territorio. La società ha avviato un percorso di transizione verso modelli di sviluppo sostenibile, sia ambientale che sociale, testimoniato dalla pubblicazione del primo *report* di sostenibilità nel 2023. A novembre 2024 ha emesso un *minibond sustainability-linked* da € 5 milioni a supporto del piano di crescita. Il prestito obbligazionario prevede un tasso variabile pari all'Euribor 6 mesi maggiorato del 3%, con un *floor* al 5% e un *cap* all'8%. La cedola potrà ridursi di 20 *basis point* per anno in caso di raggiungimento di un obiettivo ESG dopo due anni dall'emissione, e di ulteriori 20 *basis point* annui dopo quattro anni, al verificarsi di un secondo obiettivo. L'operazione è stata strutturata con il supporto di Banca Finint in qualità di *arranger*.



Ugo Frata
(S.A.L.P. Società Appalto Lavori Pubblici SpA)

I collocamenti privati di obbligazioni emesse dalle PMI italiane presentano un significativo potenziale di investimento, con la capacità di ampliare le opportunità di finanziamento per le imprese e rafforzare la loro competitività. In un mercato della raccolta ancora dominato dal canale bancario, i *minibond* offrono alle PMI una fonte di finanziamento alternativa, mentre per gli investitori rappresentano una possibilità interessante di diversificazione nelle *asset allocation* private.

Nella sua revisione annuale del mercato, Cerved Rating Agency ha selezionato le società non finanziarie italiane con ricavi compresi tra € 5 milioni e € 500 milioni su cui ha emesso un rating di livello 'Investment Grade'. Il passo successivo è stato l'applicazione di criteri finanziari stringenti, basati sull'analisi di *benchmark* e sul *know-how* degli analisti, volti a identificare diverse società con solidi profili finanziari che potessero garantire un'emissione di *minibond* senza pregiudicare il proprio equilibrio economico-finanziario. Gli indici considerati sono il tasso di crescita del fatturato, l'EBITDA *margin* medio negli ultimi 3 anni, l'EBIT *interest coverage*, il rapporto Posizione Finanziaria Netta / Patrimonio netto e il rapporto Posizione Finanziaria Netta / EBITDA. Applicando i filtri al campione iniziale risulta una rosa di 872 aziende, il 70% delle quali localizzate nel Nord Italia. Ipotizzando un importo di emissione pari all'ultimo EBITDA disponibile per ciascuna società ammissibile e introducendo un limite massimo pari a € 50 milioni per singola emissione, il potenziale totale dei *minibond* è stato stimato in € 13,4 miliardi.

Inoltre, al fine di stimare il mercato potenziale dei *minibond green*, l'agenzia ha applicato uno *screening* ESG, basato sull'esposizione settoriale ai fattori ambientali. 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*. Le attività di queste imprese possono contribuire in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici riducendo le emissioni di gas a effetto serra o migliorandone l'assorbimento (precedenti rapporti TEG etichettavano queste attività come "*greening of*") e potrebbero essere soggette a significative esigenze di investimento per soddisfare i requisiti minimi di *performance* ambientale in linea con le evoluzioni tecnologiche attese.

È stato quindi selezionato il sottoinsieme *green* di aziende di Cerved Rating Agency comprendente i seguenti settori e attività: costruzioni, agricoltura, trasporti, gestione delle acque e smaltimento dei rifiuti, ICT, tessile, *real estate*, *energy*, *automotive*, macchinari, chimica, gomma e plastica, metallurgia e manifattura per i soli codici ATECO relativi alle attività connesse alla *circular economy*. Applicando questi filtri aggiuntivi, si ottiene un sottoinsieme di 389 società potenzialmente idonee per l'emissione di *minibond green*, di cui quasi un quarto PMI. Ipotizzando un importo di emissione pari all'ultimo EBITDA disponibile per ciascuna società *target* e prevedendone un limite massimo di € 50 milioni, il potenziale totale di raccolta è stato stimato in € 4,9 miliardi. La ricerca ha individuato nel Nord-ovest 147 imprese con un potenziale di emissione di circa € 2,0 miliardi, nel Nord-est 134 aziende con € 1,7 miliardi, al Centro 45 emittenti con € 0,6 miliardi; stesso potenziale per circa 63 imprese individuate nel Mezzogiorno. Per quanto riguarda i macrosettori di provenienza delle imprese *target green*, circa un terzo del campione (32%) riguarda imprese manifatturiere legate alla transizione sostenibile. In netta crescita, rispetto allo scorso anno, il numero di imprese nel settore delle costruzioni (20% delle imprese *target*), sulla spinta degli investimenti che hanno riguardato il settore negli ultimi anni, e i servizi (17%).

Box 3.3

Il mercato potenziale per i *minibond green*

(a cura di Cerved Rating Agency)



Fabrizio Negri
(Cerved Rating Agency)

"Il potenziale del mercato minibond per le PMI italiane si conferma anche quest'anno molto significativo. L'analisi dei dati evidenzia oltre 870 imprese che potrebbero ricorrere all'emissione di minibond senza compromettere la propria stabilità finanziaria. Si tratta di imprese dai solidi fondamentali, con un rating Investment Grade. Osservando in particolare un sottoinsieme di imprese operanti nei settori interessati dalla Tassonomia UE, il potenziale di indebitamento tramite minibond green è di circa cinque miliardi di euro, generato da imprese operanti nei settori transitional ed enabling"

Figura 3.18

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

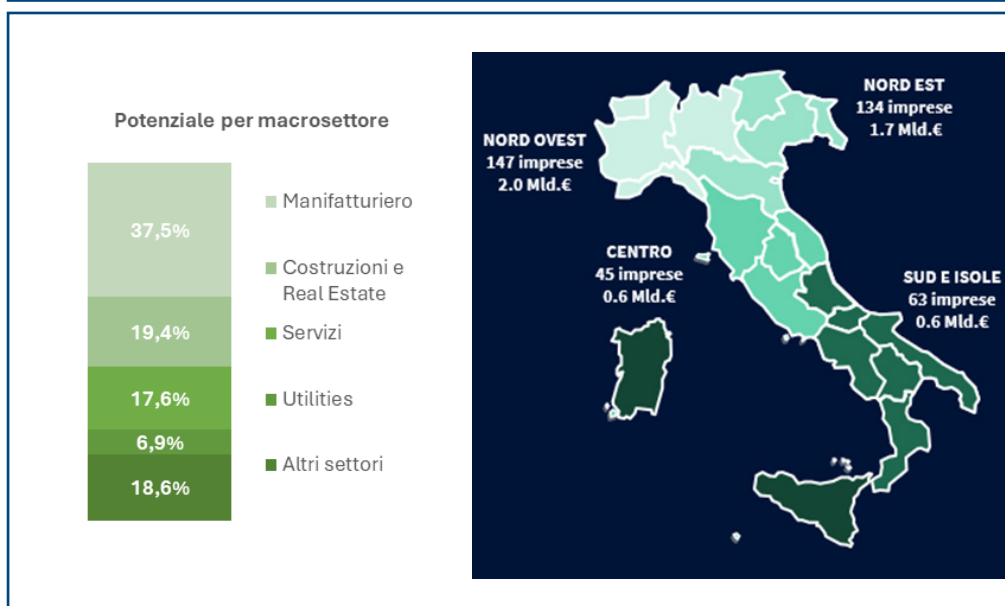
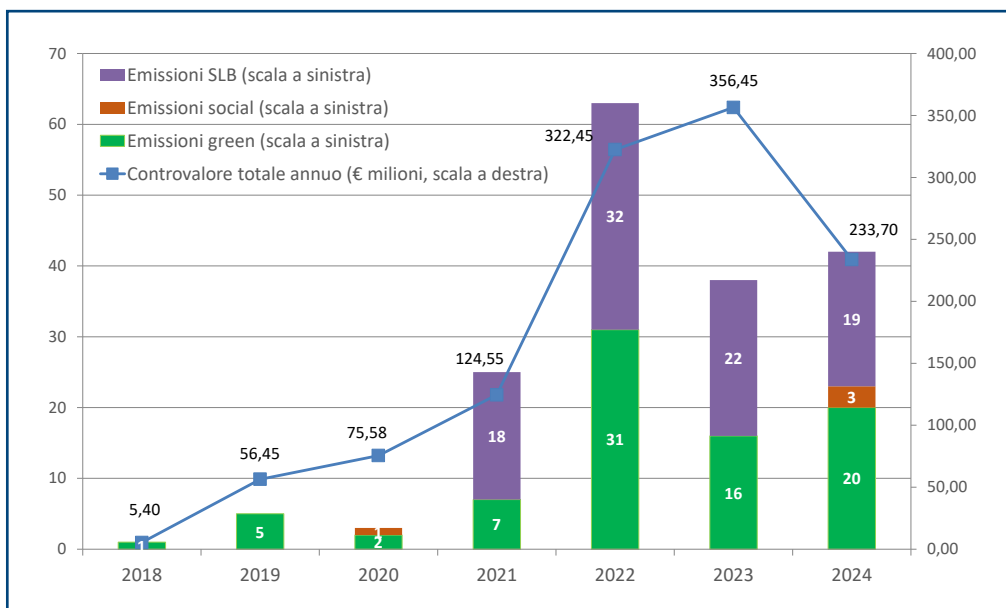


Figura 3.19
 Il flusso di *minibond green, social e sustainability-linked* (SLB) sul mercato italiano (emissioni sotto € 50 milioni): numero e controvalore di raccolta annua in € milioni



impatto sulle metriche *social* previste da GRI (Global Reporting Initiative).

Il risultato della ricerca è evidenziato nella Figura 3.19. Inesistenti fino al 2017, dal 2018 i *minibond green* hanno cominciato a muovere i primi passi. L'anno di svolta è stato il 2021, con 7 emissioni che si sommano a 18 *sustainability-linked minibond*. Nel 2022 abbiamo ben 63 collocamenti suddivisi fra 31 *green bond* e 32 indicizzati a parametri ESG; la raccolta totale è stata di € 322,45 milioni. Nel 2023 si è visto un calo delle emissioni ESG, in linea con il *trend* generale, ma la raccolta è aumentata (€ 356,45 milioni), con tagli maggiori dei collocamenti: un contributo molto rilevante è stato dato dal *basket bond* ESG finanziato da UniCredit e CDP. Nel 2024 le emissioni sono leggermente aumentate (42, suddivise fra 20 *minibond green*, 3 *social* collocati peraltro dalla stessa emittente e 19 *sustainability-linked*) mentre il flusso della raccolta è sceso a € 233,70 milioni, che rappresenta il 15% dei volumi mobilitati durante l'anno.

Pensiamo che nei prossimi mesi in Italia le emissioni di *minibond* ESG continueranno ad attrarre risorse. A pagina 52 il Box 3.2 riporta alcuni casi di studio su imprese emittenti di *minibond* ESG incluse nel nostro campione. A pagina 53 invece riportiamo i risultati aggiornati di una ricerca di Cerved Rating Agency volta a determinare il potenziale di emissione in Italia di *minibond green*.

4. Gli attori della filiera

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

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

I consulenti finanziari: gli *advisor*

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

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

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

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

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

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



Enrico Pagano
(ADB
Corporate Advisory)

“Grazie alla sua flessibilità e ‘sartorialità’ ed alla luce di scenari di mercato incerti che indicano una crescente contrazione del tradizionale credito bancario verso le PMI, il minibond potrà assumere un ruolo sempre più di primo piano per quelle aziende che hanno la necessità di finanziarie i propri piani di crescita e finalizzare operazioni straordinarie in discontinuità con il passato”



Alessandro Accrocca
(Hogan Lovells)

“Nel nuovo contesto geopolitico, si prevede che i dazi, le tariffe e altre politiche commerciali che sono state annunciate o in via di implementazione avranno un forte impatto sulle imprese italiane. Il minibond è e deve rimanere uno strumento ineliminabile dalla cultura finanziaria d’impresa per le nostre PMI. L’auspicio poi è che il minibond sappia diventare protagonista anche nel più ampio ambito della capital markets union, riuscendo ad intercettare la grande quantità di risparmio che ogni anno fuoriesce dall’Unione Europea, circa 500 miliardi di euro nel solo 2024”

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

I consulenti legali

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

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

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

Gli arranger

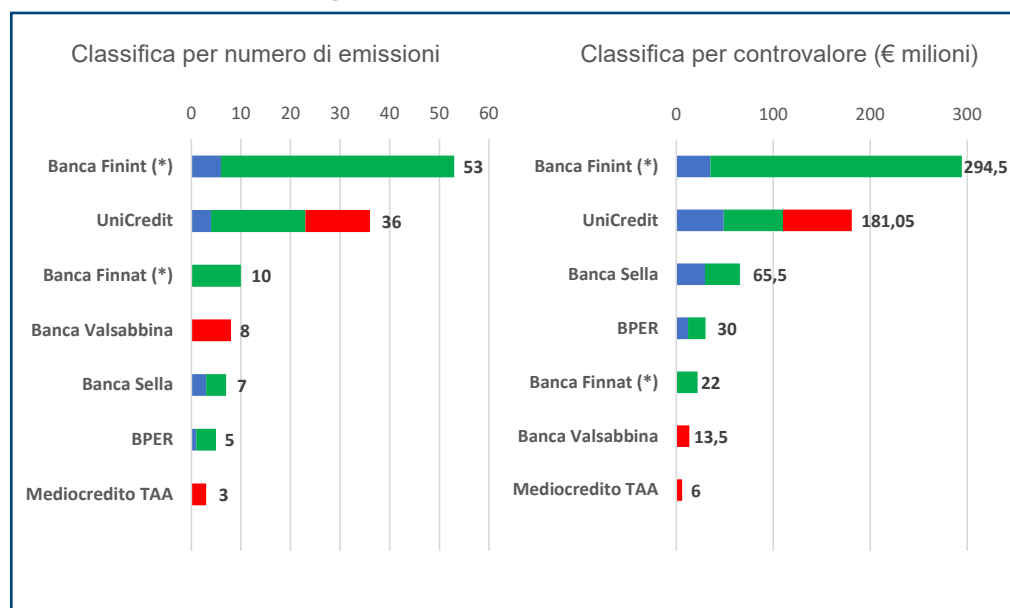
L’arranger è incaricato della vera e propria strutturazione dell’operazione e del collocamento, e per conto dell’impresa emittente si interfacerà con il mercato dei potenziali investitori. Si tratta quindi di una figura chiave, benché i compiti di cui si occupa possono essere abbastanza diversificati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

La Figura 4.1 descrive le quote di mercato nel 2024 per gli *arranger* bancari, sia per numero di operazioni, sia per controvalore complessivo. In rosso è evidenziato il contributo che deriva dai *minibond* ‘*captive*’ per come sono stati definiti all’inizio del Capitolo 3,

Figura 4.1

Gli *arranger* bancari più attivi sul mercato dei *minibond* fino a € 50 milioni nel 2024. In rosso il contributo dei *minibond* ‘*captive*’ originati e sottoscritti al 100% da un unico gruppo finanziario. In verde il contributo dei *basket bond*.

(*) in 10 collocamenti (controvalore € 22 milioni) *co-arrangement* fra Banca Finint, Banca Finnat, MCC e BNL BNP Paribas



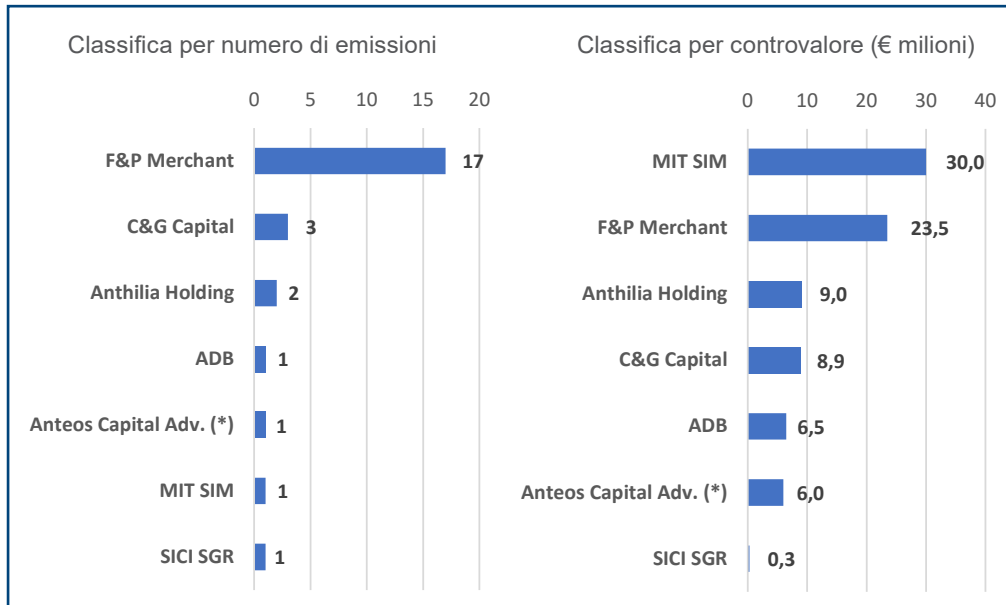


Figura 4.2

Gli *arranger* non bancari più attivi sul mercato dei *minibond* fino a € 50 milioni nel 2024. In verde il contributo dei *basket bond*.

(*) emissione di società finanziaria art. 107 non compresa nel nostro database

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 (53) che per controvalore (€ 294,5 milioni) grazie al contributo determinante dei *basket bond* mentre UniCredit è al secondo posto (36 *minibond* per € 181,05 milioni). Banca Finint si colloca al terzo posto con le 10 emissioni del Basket Bond Lazio ma se consideriamo l'ammontare è Banca Sella a salire sul podio con € 65,5 milioni.

La Figura 4.2 riporta invece la situazione degli *arranger* non bancari. Al primo posto per numero di *minibond* curati c'è Frigiolini & Partners Merchant (17 operazioni nel 2024 per un totale di € 23,5 milioni) ma per ammontare MIT SIM conquista la vetta, anche se ha un'unica emissione all'attivo, ma che vale € 30 milioni. Salgono sul podio anche C&G Capital con 3 emissioni (€ 8,9 milioni) e Anthilia Holding (€ 9 milioni con 2 *minibond*). Mentre il gruppo degli *arranger* bancari appare abbastanza vivace, con l'arrivo anche di nuovi *player* come Banca Valsabbina, quello degli 'indipendenti' meriterebbe di essere rimpolpato, perchè siamo al minimo storico di operatori censiti.

Dall'inizio della storia dei *minibond* in Italia, fra gli operatori bancari Banca Finint è stata l'*arranger* più attivo con oltre 350 emissioni per un controvalore di circa € 2,5 miliardi mentre Frigiolini & Partners Merchant è sul podio fra quelli non bancari con 225 collocamenti e € 185 milioni di volumi.

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. Già abbiamo puntualizzato nel Capitolo 3 che esiste ormai un Regolamento anche per i *rating* ESG che riguardano il profilo di sostenibilità. 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*.



Giuseppe Conte
(Italia Capitalis)

“I minibond nelle piattaforme di crowdfunding rappresentano una valida opportunità per le PMI di accedere al mercato dei capitali di lungo termine, senza la necessità di cedere equity. Lato investitori vi è l’opportunità di effettuare delle scelte mirate e consapevoli per finanziare direttamente l’economia reale, usufruendo di tassi di rendimento molto interessanti. È tuttavia necessaria l’integrazione di modifiche normative affinché il mercato esprima appieno tutto il suo potenziale”

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

In Italia nel 2024 il mercato dei *minibond* ha visto sempre 3 agenzie attive:

- Cerved Rating Agency, che ha emesso durante l’anno 14 nuovi *rating* (4 privati e 10 pubblici) più 119 aggiornamenti su valutazioni precedenti di cui 66 privati e 53 pubblici; è interessante notare che tra gli aggiornamenti abbiamo 76 conferme, 9 *downgrade*, 8 ritiri e ben 26 *upgrade*;

- CRIF Ratings, con 7 aggiornamenti su emissioni precedenti, 8 nuovi *rating* e 4 ritirati;

- modefinance, con 27 *rating* su nuove emittenti di *minibond* del 2024 (tutti nell’ambito di progetti di *basket bond*) e 66 revisioni di emittenti già note al mercato.

Cerved Rating Agency e modefinance sono anche attivi nell’emissione di *rating* ESG.

Le piattaforme di *crowdfunding* operative sui *minibond*

In base alle normative richiamate nel Capitolo 1 (si veda il Box 1.1 a pagina 12), i portali autorizzati che offrono servizi di *crowdfunding* possono collocare *minibond*. Fino al 2023, sulla base del quadro regolamentare in vigore prima del Regolamento europeo ECSP, sono stati solo 3 i portali che hanno sfruttato questa opportunità.

Oggi le limitazioni prima esistenti in Italia sulla tipologia di sottoscrittori non esistono più e l’investimento nei *minibond* delle SpA è alla portata di ogni risparmiatore attraverso un portale autorizzato. Per quanto riguarda le Srl invece la Legge Capitali del 2024 ha consentito la sottoscrizione e la successiva collocazione fra tutti gli investitori professionali, sempre che tale previsione risulti evidente nel regolamento di emissione.

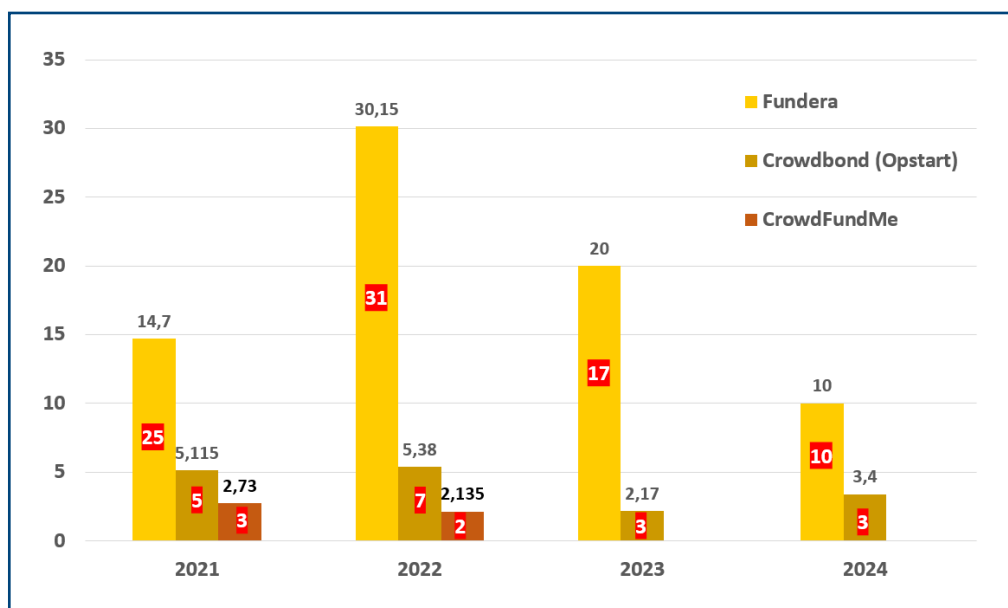
I portali autorizzati alla data del 31/12/2024 per il collocamento di titoli mobiliari erano ben 27 ma la grande maggioranza si è focalizzata su campagne *equity*. Quelli attivi fino al 2024 sono stati solo tre, come evidenzia la Figura 4.3. In realtà dal 2024 CrowdFundMe e Fundera hanno stretto un accordo di collaborazione per cui il primo portale supporta il secondo nella raccolta sulle campagne pubblicate e quindi nei fatti gli operatori attivi sono solo due (Crowdbond di Opstart e appunto Fundera).

Il *leader* continua a essere Fundera sia per flusso di raccolta sia per numero di emissioni, ma è evidente che il 2024 non è stato un anno molto positivo: l’attività è infatti ai minimi dell’ultimo quadriennio (€ 13,4 milioni raccolti). Meno dell’1% della raccolta totale nell’anno è transitata su una piattaforma di *crowdfunding*.

Una delle ultime autorizzazioni rilasciate nel marzo 2025 riguarda Italia Capitalis, il gestore del portale ItaliaBond.it che si specializzerà proprio nel collocamento di titoli obbligazionari. È auspicabile che l’arrivo di nuovi operatori possa vivacizzare il contesto, ma nel breve termine è abbastanza arduo.

Figura 4.3

Il flusso di raccolta dei collocamenti di *minibond* sui portali autorizzati per servizi di *crowdfunding* negli ultimi 4 anni. Valori in € milioni. Su sfondo rosso il numero di campagne di raccolta (n.b. alcune emittenti hanno condotto più campagne di raccolta sullo stesso titolo)



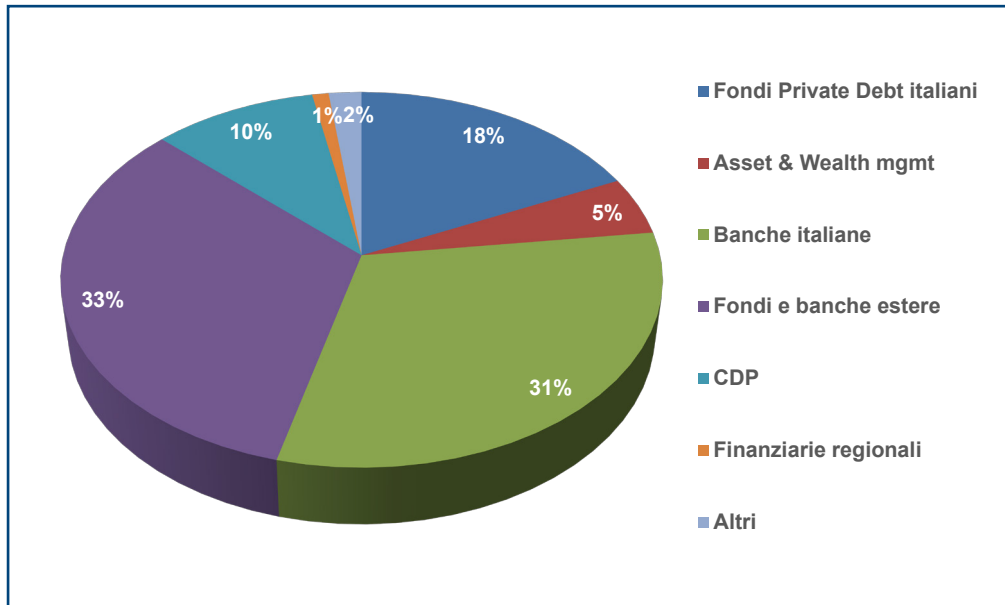


Figura 4.4

La 'mappa' degli investitori nei *minibond* nel 2024. Copertura del campione: 83% del valore emesso sul mercato

Gli investitori

L'investimento nei *minibond* è di solito destinato a investitori 'professionali'. Nella pratica, si intendono coloro che posseggono l'esperienza, la conoscenza e la competenza necessarie per comprendere e valutare correttamente i rischi che in tal modo possono assumersi. 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.

La Figura 4.4 riporta i dati sugli investitori dei *minibond* emessi nel 2024, raccolti da fonti pubblicamente disponibili e da quelle fornite gentilmente dai protagonisti del mercato, con una copertura complessiva del controvalore collocato pari all'83% (in tutti gli altri casi purtroppo è impossibile ottenere informazioni). Quest'anno troviamo in cima alla classifica i fondi e le banche estere con un quota del 33%: sono intervenuti in poche operazioni ma con tagli abbastanza consistenti. Le banche italiane mantengono una quota importante (il 31%). Al terzo posto ci sono i fondi italiani di *private debt*, in calo al 18%; va sottolineato che essi finanziano spesso le imprese attraverso contratti di *direct lending* che qui non vengono tracciati. Cassa Depositi e Prestiti, grazie soprattutto ai *basket bond*, è al quarto posto con il 10% degli investimenti. Completano il quadro le società di *asset management* e *wealth management* con il 5% e le finanziarie regionali con l'1% e altri investitori minori con la quota residuale (2%).

Le banche agenti, le banche depositarie e i centri servizi

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

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

degli investitori, interfacciandosi con Monte Titoli. Questo ruolo è tipicamente svolto dallo stesso soggetto, se bancario, che cura le attività prima menzionate.

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

Da ultimo, nell'ambito dei *basket bond*, è emersa una nuova figura, quella del Monitoring Agent, a cui è demandata la verifica periodica delle *performance* del portafoglio in gestione ed in particolare quello della verifica del rispetto dei *covenant* finanziari (se presenti).

Portali informativi 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*, ristrutturazioni aziendali e *non performing loans*, *real estate* e *crowdfunding*. La sezione sul *private debt*, in particolare, pubblica frequenti notizie sul mondo dei *minibond* e sui suoi protagonisti: nuove emissioni, fondi di investimento, imprese emittenti. BeBeez è edita da EdiBeez Srl, che pubblica anche Crowdfundingbuzz.it.

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

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

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

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

stipulare accordi relativi alla *governance*, per assicurare la massima trasparenza e tutela dell'investimento. Nel tempo, la remunerazione ottenuta dal fondo sarà poi ridistribuita agli investitori, al netto delle commissioni caricate dal gestore.

Fondo	Investimenti effettuati nei <i>minibond</i>	Società di gestione o veicolo
Anthilia BIT III / Anthilia BIT IV Coinvestment Fund / Anthilia Eltif Economia Reale Italia / 8a+ Real Italy Eltif (mandato di gestione) / Anthilia MUST PIR / Anthilia GAP	Clabo SpA, C&C SpA, Yachtline Arredomare 1618 SpA, Madre Holding SpA, Velenosi Srl	Anthilia Capital Partners SGR
AZIMUT ELTIF – Private Debt Digital Lending II/III/IV Azimut Global Private Debt Evergreen/ AZ RAIF II – Absolute Performing Assets I/II	LHOVE Holding SpA, LIO Energy Solar I SpA, Supply@Me Stock Company I Srl	Azimut Libera Impresa SGR
Equita Private Debt Fund II	Hydro Project SpA, Schema Monica SpA, Brand Identity Solutions Srl, N.C.M. SpA	Equita Capital SGR
Fondo Euregio+ PMI	Sovecar Srl SB	Euregio Plus SGR
Fondo Impresa Italia II	Clabo SpA, SOGES Group SpA, CO-VER Power Technology SpA	Riello Investimenti Partners SGR
Fondo PMI Italia III	Clabo SpA, Yachtline Arredomare 1618 SpA, Madre Holding SpA, Pet Ro SA	Finint Investments SGR
Fondo Rilancio e Sviluppo	Dora Bruschi 1934 Srl SB	Sviluppo Imprese Centro Italia SICI SGR
Fondo Veneto Minibond	Plissè SpA, Bibione Mare SpA, Brazzale SpA (2 emissioni)	FVS SGR / Veneto Sviluppo
Muzinich Pan-European Private Debt II/III Luxco/ Muzinich Diversified Enterprises Credit II (Italia)	Italian Food Excellence Spa, WeBravo Srl	Muzinich & Co.
Pricoa Funds	HLD Italy Due SpA	Pricoa Private Capital
Tenax Sustainable Credit Fund	Madre Holding SpA	Tenax Capital Ltd
Trilantic Europe VI	Alete Bikes Spa	Trilantic Europe
Ver Capital Credit Partners SME VII	Dxor Investments 1 Srl, Urban Vision SpA, Verpro Srl, Brazzale SpA	Ver Capital SGR

Tabella 4.1

Gli investimenti dei fondi di *private debt* effettuati nel 2024 nei *minibond* del campione

La Tabella 4.1 descrive i principali investimenti sottoscritti nel 2024 dai fondi di *private debt* nei *minibond*.

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

Secondo le ultime statistiche disponibili da AIFI, l'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (si veda il Box 4.1 alla pagina successiva) nel 2024 gli investimenti di piccola e grande taglia fatti dai fondi di *private debt* valgono € 4,96 miliardi (+53% rispetto al 2023) e hanno riguardato 168 società (il 58% delle quali ha meno di 250 dipendenti). I crediti di importo inferiore a € 50 milioni totalizzano un controvalore di € 1,59 miliardi.

Anche la raccolta ottenuta dai fondi è andata bene, con un progresso del 13% rispetto all'anno precedente. Positivo che il 54% dei capitali arrivi dall'estero. Il tasso di interesse medio sui nuovi finanziamenti è stato l'8% fisso e il 5,6% variabile.

Si registra la nascita di nuovi fondi sul mercato, come Zurich Private Debt ELTIF promosso da Zurich Bank, Arcano Private Debt II di Arcano Partners, Green Arrow Private Debt Fund II, Azimut Private Debt Capital Solutions II – ELTIF gestito da Muzinich & Co. 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



Barbara Ellero
(Anthilia Capital
Partners SGR)

“Nel 2024 il Private Debt ha registrato un importante incremento negli investimenti, a dimostrazione di quanto tale strumento rappresenti una valida risposta alla domanda di finanza straordinaria delle PMI.

Una delle principali missioni dei fondi di debito è creare le condizioni favorevoli allo sviluppo del nostro tessuto imprenditoriale nella sua fase di crescita.

Per il futuro ci attendiamo una continua evoluzione del mercato, grazie a numero e qualità delle opportunità di investimento”

Box 4.1AIFI e il mercato del
private debt

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

Sin dal 2013 AIFI ha seguito e collaborato attivamente alla diffusione del *private debt* in Italia ed è nata in seno all'Associazione stessa la Commissione Private Debt che raduna i principali fondi operanti in Italia.

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

A giugno 2024 si è tenuta la settima edizione del Private Debt Award che ha premiato le migliori operazioni realizzate nel corso del 2023 e dedicato un premio a Fabrizio Saccomanni, in memoria del suo grande impegno governativo a favore della crescita del mercato. L'edizione 2024 ha visto vincitori: Anthilia Capital Partners SGR e Clessidra Capital Credit SGR per l'operazione Gruppo Florence, Green Arrow Capital SGR per l'operazione Primo, illimity SGR per l'operazione Noberasco, Riello Investimenti SGR per l'operazione Omnia Advanced Materials e SICI SGR e Gepafin per l'operazione Birra Flea.

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

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

risparmio gestito che possano investire in una pluralità di titoli offrendo anche a investitori *retail* (attraverso fondi non riservati) la possibilità di accedere a un portafoglio ben diversificato e selezionato in maniera professionale, contribuendo a finanziare le PMI italiane.

Appendice

Elenco delle emissioni di *minibond* nel 2024

	Società emittente	Mese
1	Frenesy Film Company Srl	gen-24
2	Solis SpA (2031)	gen-24
3	Eems Italia SpA (01/25)	gen-24
4	Cittadini dell'Ordine SpA	gen-24
5	Alete Bikes SpA	gen-24
6	Varallo RE Holding SpA	gen-24
7	Socage Srl	feb-24
8	Plissè SpA	feb-24
9	Gruppo Villa Maria France - GVM France SAs	feb-24
10	Magic MP SpA	feb-24
11	B. For Pet Srl - Società Benefit	feb-24
12	Hera Partecipazioni One SpA	feb-24
13	Hydro Project SpA	feb-24
14	Pohl Immobilien Srl	feb-24
15	Hera Real Estate Srl	feb-24
16	Antares Srl	mar-24
17	CEP Europe Srl	mar-24
18	C.G.P. SpA	mar-24
19	Free Luce&gas SpA	mar-24
20	Facile.It Broker di Assicurazioni SpA	mar-24
21	Mahonia Srl	mar-24
22	Crippacampeggio Srl	mar-24
23	Fanfani Srl	mar-24
24	Clabo SpA	mar-24
25	Italian Food Excellence SpA	mar-24
26	Erre Zeta Srl	mar-24
27	Gestione Supermercati Europei SpA	mar-24
28	Blucerchiati SpA	mar-24
29	Pricewaterhousecoopers SpA (09/2025)	apr-24
30	Napoleon Abrasives SpA	apr-24
31	C.I.D.A. Srl	apr-24
32	Noleggio Energia Srl	apr-24
33	Magnolia SpA	apr-24
34	C&C SpA	apr-24
35	Gd Infrastrutture Srl	apr-24
36	Sapori Artigianali Srl (isin: IT0005596017)	apr-24
37	Eems Italia SpA (04/2025)	apr-24
38	Alto Lago Srl	apr-24
39	Sciuker Frames SpA	mag-24
40	Babylon Cloud SpA	mag-24
41	Abc Company SpA - Società Benefit	mag-24
42	Coimec Coibentazioni Termoacustiche SpA	mag-24
43	Mondo Tv SpA	mag-24
44	Officine Tecnosider Srl	mag-24
45	Sapori Artigianali Srl (isin: IT0005595555)	mag-24

	Società emittente	Mese
46	Società Agricola Agriman Srl	mag-24
47	Marullo SpA	mag-24
48	Movinter SpA	mag-24
49	Rfltc-inox Srl	mag-24
50	Borgosesia SpA	mag-24
51	Site SpA	mag-24
52	Urban Vision SpA	mag-24
53	Paullo Investimenti Srl	mag-24
54	Brand Identity Solutions Srl	mag-24
55	De Angelis Food SpA	mag-24
56	Lio Energy Solar I SpA	giu-24
57	Antica Cuoieria GRG Srl	giu-24
58	Blu 1 Srl	giu-24
59	Rm Multimedia Srl	giu-24
60	Jakala Topco SpA	giu-24
61	Cosider SpA	giu-24
62	Hld Italy Due SpA	giu-24
63	Hair Life Mezzco SpA	giu-24
64	Farmitalia Srl (isin: IT0005600967)	giu-24
65	Farmitalia Srl (isin: IT0005600975)	giu-24
66	Silvateam SpA	giu-24
67	Silvachimica Srl	giu-24
68	Velenosi Srl	giu-24
69	Sovecar Srl - Società Benefit	giu-24
70	Setramar Port Holding SpA	giu-24
71	Webravo Srl	giu-24
72	Foglizzo Leather Srl	giu-24
73	Island Holdco SpA	giu-24
74	Albaran SpA	giu-24
75	Enoil Bioenergies Italia SpA	giu-24
76	Fabbrica Italiana Telai Srl	giu-24
77	Pricewaterhousecoopers Advisory SpA	lug-24
78	Loris Fontana & C. SpA (isin: IT0005603052)	lug-24
79	Pricewaterhousecoopers SpA (12/2025)	lug-24
80	First4progress 2 SpA	lug-24
81	Emme 1972 SpA	lug-24
82	Eems Italia SpA (07/25)	lug-24
83	Gfm SpA	lug-24
84	Hillary SpA	lug-24
85	Chiggiato SpA	lug-24
86	Master Pig Srl	lug-24
87	Leonardo Hotel Hermitage SpA	lug-24
88	Venetia Palace SpA	lug-24
89	Leonardo Verona Propco SpA	lug-24
90	Lio Energy Bessi SpA	lug-24
91	Bioholding SpA	lug-24
92	Bibione Mare SpA	lug-24
93	Yachtline Arredomare 1618 SpA (2029)	lug-24
94	Yachtline Arredomare 1618 SpA (2030)	lug-24
95	Gruppo Farmaimpresa Srl	lug-24

	Società emittente	Mese
96	Brazzale SpA (06/2030)	lug-24
97	Ares SpA	lug-24
98	Devtwo SpA	lug-24
99	Dxor Investments 1 Srl	lug-24
100	Nord Fluid SpA	lug-24
101	Ambrogio Trasporti SpA	lug-24
102	Genius Progetti Srl	lug-24
103	Manelli Impresa SpA	lug-24
104	Dora Bruschi 1934 Srl	lug-24
105	C.O.M.A.C. International Am Srl	ago-24
106	Eagle Pictures SpA	ago-24
107	Madre Holding SpA (2029 - isin: IT0005607525)	ago-24
108	Madre Holding SpA (2029 - isin: IT0005607533)	ago-24
109	Madre Holding SpA (2031)	ago-24
110	Genoma Films Srl	ago-24
111	Vision Group SpA	ago-24
112	Metallurgica Abruzzese SpA	ago-24
113	Ottobre 23 SpA	ago-24
114	Eems Italia SpA (08/25)	ago-24
115	Adventure SpA	ago-24
116	Pet Ro Sa	set-24
117	Schema Monica SpA	set-24
118	Ortus Italy 1 SpA	set-24
119	Medio Chiampo SpA (2044 - isin: IT0005612129)	set-24
120	Medio Chiampo SpA (2044 - isin: IT0005612111)	set-24
121	Medio Chiampo SpA (2042)	set-24
122	Viacqua SpA (2044 - isin: IT0005612236)	set-24
123	Viacqua SpA (2044 - isin: IT0005612244)	set-24
124	Viacqua SpA (2042)	set-24
125	Avoni Industrial Srl	set-24
126	Etra SpA - Società Benefit (2044 - isin: IT0005612541)	set-24
127	Etra SpA - Società Benefit (2044 - isin: IT0005612558)	set-24
128	Etra SpA - Società Benefit (2042)	set-24
129	Piave Servizi SpA (2044 - isin: IT0005612202)	set-24
130	Piave Servizi SpA (2044 - isin: IT0005612210)	set-24
131	Piave Servizi SpA (2042)	set-24
132	Alto Trevigiano Servizi SpA (2044 - isin: IT0005612145)	set-24
133	Alto Trevigiano Servizi SpA (2044 - isin: IT0005612152)	set-24
134	Alto Trevigiano Servizi SpA (2042)	set-24
135	Livenza Tagliamento Acque SpA (2044 - isin: IT0005612160)	set-24
136	Livenza Tagliamento Acque SpA (2044 - isin: IT0005612178)	set-24
137	Livenza Tagliamento Acque SpA (2042)	set-24
138	Azienda Gardesana Servizi SpA (2044 - isin: IT0005612046)	set-24
139	Azienda Gardesana Servizi SpA (2044 - isin: IT0005612053)	set-24
140	Azienda Gardesana Servizi SpA (2042)	set-24
141	Centro Cardiologico Vesuviano Srl	set-24
142	Vitali SpA	set-24
143	Fsi Holding SpA	set-24
144	Gecos - Generale di Commercio e Servizi SpA	ott-24
145	Solis SpA (2027)	ott-24

	Società emittente	Mese
146	Loris Fontana & C. SpA (isin: IT0005621443)	ott-24
147	Caffaro Industrie SpA	ott-24
148	Ekoru srl	ott-24
149	Pasolini Luigi Srl	ott-24
150	Lhove holding SpA	ott-24
151	Svas Biosana SpA	ott-24
152	Frimm SpA	ott-24
153	Sicoi Srl	ott-24
154	Biometano Energy Srl	ott-24
155	Fandango SpA	ott-24
156	Ivision Tech SpA (isin: IT0005620635)	ott-24
157	Ivision Tech SpA (isin: IT0005620700)	ott-24
158	Terravision Electric SpA	ott-24
159	Redbox Srl	ott-24
160	Direzione Lavoro Group SpA	ott-24
161	Phygiwork SpA	ott-24
162	Grivan Group SpA	ott-24
163	S.A.L.P. Societa Appalto Lavori Pubblici SpA	nov-24
164	Allcore SpA	nov-24
165	Star7 SpA	nov-24
166	Comal SpA	nov-24
167	Verpro Srl	nov-24
168	Capa Cologna Società Cooperativa Agricola	nov-24
169	Supply@Me Stock Company 1 Srl	nov-24
170	Up Creative Beat SpA	dic-24
171	Strada Dei Parchi SpA	dic-24
172	Fermi SpA	dic-24
173	Hell Tecnologia Professionale Srl	dic-24
174	Saamj Srl	dic-24
175	Borgosesia Real Estate Srl	dic-24
176	Codess Sociale - Società Cooperativa Sociale (isin: IT0005624207)	dic-24
177	Soges Group SpA	dic-24
178	Simone SpA	dic-24
179	Gala Holding Srl	dic-24
180	Cna Soluzioni e Consulenze Srl	dic-24
181	Dmo SpA	dic-24
182	Cna Consulenze e Soluzioni Srl	dic-24
183	Co-Ver Power Technology SpA	dic-24
184	Cml International SpA	dic-24
185	Codess Sociale - Società Cooperativa Sociale (isin: IT0005621013)	dic-24
186	Emicon A.C. SpA	dic-24
187	Papironia Srl	dic-24
188	Fastrent SpA	dic-24
189	Sagard Noleggi SpA	dic-24
190	Brazzale SpA (12/2030)	dic-24
191	A. Abete Srl	dic-24
192	Coelmo SpA	dic-24
193	Ceccato Automobili SpA	dic-24
194	Cst Centro Servizi Trafilierie SpA	dic-24
195	La Tecnica nel Vetro SpA	dic-24

	Società emittente	Mese
196	Alfa Group SpA	dic-24
197	Assopaf Agrindustria Alimentare Societa Cooperativa Agricola	dic-24
198	D.P.F. Srl	dic-24
199	Tesmec SpA	dic-24
200	Green Shapes Group SpA	dic-24
201	N.C.M. SpA (Isin: IT0005628307)	dic-24
202	N.C.M. SpA (Isin: IT0005628331)	dic-24
203	A + B Industrial Tools Company SpA	dic-24
204	Terra Moretti SpA	dic-24
205	Codess Sociale - Societa Cooperativa Sociale (isin: IT0005621005)	dic-24
206	Boffetti SpA	dic-24
207	Tecnomeccanica SpA	dic-24
208	Ecodemolizioni Srl -Società Benefit	dic-24



La School of Management



POLITECNICO
MILANO 1863

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

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

Inserita nella classifica del Financial Times delle migliori Business School d'Europa dal 2009, oggi è in classifica con il Full-Time MBA, Master of Science in Management Engineering e con l'Online MBA. In particolare nel 2024 l'International Flex EMBA si posiziona 8° al mondo nel Financial Times Online MBA Ranking.

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

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

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

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

Nell'ambito della Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale, da più di 10 anni erogata anche in lingua inglese, esiste un *major* specifico in Finance. Numerosi sono gli studenti laureati che occupano posizioni di prestigio in banche, società finanziarie, SIM, SGR e imprese private, in Italia e all'estero nelle maggiori piazze finanziarie. Gli studenti del Politecnico si sono anche distinti orgogliosamente per la vittoria in competizioni accademiche sul tema finanziario come il CFA Institute Research Challenge.

Internet: www.som.polimi.it



Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca

Gruppo di ricerca: Giancarlo Giudici (direttore scientifico), Jonathan Tagliatela, Giulio Giacomelli, Giacomo Giambarda, Alessio Michelizza.

Comitato scientifico: Simone Brugnera, Leonardo Frigiolini, Anna Marucci, Gianmarco Paglietti.

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

Partner

- ADB Corporate Advisory
- Banca Finint
- Banca Valsabbina
- CDP Cassa Depositi e Prestiti
- Cerved Rating Agency
- Frigiolini & Partners Merchant
- Hogan Lovells
- Mediocredito Centrale
- Mediocredito Trentino Alto Adige
- modefinance
- Sella Investment Banking

Partner istituzionali

- Borsa Italiana (gruppo Euronext)
- Innexta

Media partner

- BeBeez



ADB Corporate Advisory
www.adb.it

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

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

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

La società fa parte di ADB Holding, che vede la sua origine nel 1985 a Torino, e che oggi conta 3 società:

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



BANCA FININT
BEST PEOPLE BEST BUSINESS

Banca Finint
www.bancafinint.com

Nata a fine 2014, Banca Finint è il punto di arrivo di oltre 40 anni di attività del Gruppo Finanziaria Internazionale, fondato nel 1980 da Enrico Marchi. Nel 2016 si è costituito il Gruppo Banca Finint, con Banca Finint nel ruolo di capogruppo. Banca Finint è specializzata in attività prevalentemente legate al Debt Capital Markets (*minibond* e *specialized lending*) e alla strutturazione e gestione di operazioni di cartolarizzazione, covered bond e finanza strutturata, nella consulenza in operazioni di finanza straordinaria e nella realizzazione di operazioni di *basket bond* sostenendo le imprese e l'economia reale dei territori in cui opera. Del Gruppo Bancario fanno parte Finint Investments, la società di gestione del risparmio attiva nella gestione di fondi mobiliari e immobiliari secondo diverse strategie in linea con le esigenze dei propri investitori, nazionali e internazionali e attiva, fra gli altri, nella gestione di fondi a supporto dell'economia reale (fondi di *minibond*), del fabbisogno abitativo della popolazione (Social e Student Housing) e della green economy (fondi Energy) e dal 2022 Finint Private Bank, banca specializzata nei servizi di *private banking* e *wealth management*, e Finint Revalue, realtà attiva dal 1989 e specializzata nell'acquisto, valorizzazione e gestione di crediti in sofferenza. Il Gruppo ha sede a Conegliano (TV) e uffici a Milano, Roma e Trento.

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

- Top Arranger dal 2012 ad oggi secondo l'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano;
- Arranger di programmi di *bond* di sistema per € 1,4 miliardi (Viveracqua Hydrobond, ELITE Basket Bond, Export Basket Bond Programme, ELITE Basket Bond Lombardia, Garanzia Campania Bond I e II, Basket Bond Italia, Basket Bond Sistema Confindustria con garanzia del Fondo Centrale di Garanzia, Basket Bond Lazio e Redfish Basket Bond);
- Ideatore del primo fondo chiuso italiano di *private debt* con Finint Investments: 4 fondi alternativi dedicati al *private debt* per oltre € 560 milioni di raccolta vantando un *track record* di oltre 120 operazioni.

Il Gruppo ha effettuato oltre 350 operazioni di *minibond* per circa € 2,5 miliardi.

Banca Valsabbina

Banca Valsabbina è una Società Cooperativa per Azioni, fondata nel 1898. È la principale Banca popolare di Brescia e da oltre 125 anni sostiene la crescita e lo sviluppo economico del territorio, ponendosi come interlocutore sia per le famiglie che per gli artigiani, le piccole attività economiche e le PMI. Opera attraverso una rete territoriale che conta 73 filiali: 43 in provincia di Brescia, 8 in provincia di Verona, 3 a Milano, 2 in Monza-Brianza e 16 tra Alessandria, Asti, Bergamo, Bologna, Cesena, Lodi, Mantova, Modena, Novara, Padova, Parma, Pavia, Reggio Emilia, Torino, Trento, Treviso e Vicenza.

I risultati ed i principali indicatori descrivono un 2024 che conferma la crescita ed il costante miglioramento delle proprie *performance* reddituali ed economiche. Il piano di sviluppo della banca persegue progetti innovativi, favorendo *partnership* strategiche e/o acquisizioni, con aziende legate al mondo Fintech, cogliendo così le opportunità legate al processo di innovazione digitale in corso, anche ricorrendo ad operazioni di finanza strutturata e integrata, sia con il ruolo di sottoscrittore che di *arranger* di bond, seguendo gli emittenti in tutti i passaggi necessari fino all'emissione del titolo, questo anche grazie al supporto della controllata, di recente acquisizione "Integrae Sim", *leader* in Italia nella finanza straordinaria per le piccole e medie imprese, che opera principalmente nel mercato Euronext Growth Milan di Borsa Italiana.

L'istituto ha l'obiettivo di mantenere il modello di banca tradizionale integrandolo però con le innovazioni tecnologiche applicate al settore finanziario, attraverso *partnership* strategiche e acquisizioni di realtà attive nel Fintech.

Banca Valsabbina
www.bancavalsabbina.com



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

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

- sostegno allo sviluppo di *asset class* innovative quali operazioni di cartolarizzazione di *mini-bond* (cosiddetti Basket Bond), con il ruolo di *anchor investor* e sottoscrizione diretta *single name* di *minibond*;
 - investimenti in fondi di credito "diversificati" (Diversified Loan Funds, DLF), con il ruolo di *anchor investor* e in *partnership* con il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI), caratterizzati da un elevato livello di granularità del portafoglio;
 - strumenti di sostegno non finanziario alle imprese che comprendono: i) programmi dedicati allo sviluppo del capitale umano e alla promozione della crescita delle imprese sul mercato domestico e internazionale (Lounge CDP-SIMEST-ELITE e Acceleratore Franco-Italiano), ii) un modello strutturato di assistenza alle aziende per supportarle nell'analisi storica e prospettica del proprio *business* e dell'ecosistema settoriale in cui operano per comprenderne i bisogni e assicurare la creazione di un'offerta "*tailor made*", iii) un programma di incontri con le aziende, per ascoltarne le necessità e condividere potenziali soluzioni a supporto offerte dal Gruppo CDP.
- Nel 2024 CDP, a conferma del proprio ruolo di *leader* di mercato, ha preso parte alle principali operazioni di Basket Bond lanciate in Italia, avviando ulteriori programmi e proseguendo quelli già attivati per un ammontare complessivo di emissioni realizzate pari a circa € 115 milioni, finalizzati a supportare i piani di crescita di 29 PMI e Midcap italiane.

Nel complesso ad oggi CDP, attraverso lo strumento dei *basket bond* e agendo in qualità di *anchor investor*, ha finanziato oltre 280 PMI e Mid Cap per un totale di oltre un miliardo e mezzo di euro di risorse mobilitate.

CDP
Cassa Depositi e Prestiti
www.cdp.it

Cerved | Rating Agency

Cerved Rating Agency
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.

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.



Gruppo Frigiolini & Partners
Merchant
www.frigioliniandpartners.it
www.fundera.it

Frigiolini & Partners Merchant è un gruppo indipendente che coniuga la competenza di un Advisor finanziario e di un Global coordinator specializzato in emissioni di *minibond* delle PMI, con la capacità di collocamento sul mercato primario del portale di *crowdfunding* della controllata Fundera. F&P Merchant ha sede a Genova ma opera su tutto il territorio nazionale. Il suo *team* vanta un'esperienza pluriennale sui mercati finanziari. È il portale *leader* in Italia per numero di PMI accompagnate all'emissione di *minibond*. Il punto di forza di F&P è l'indipendenza e l'assenza di conflitti di interesse rispetto ad operatori *captive* ed agli operatori del credito tradizionale, e il vero valore aggiunto del gruppo è dato dalla natura *fintech* della controllata Fundera che grazie alla nuova normativa europea di recente introduzione consente di allargare la platea di investitori agli investitori *retail* (per il momento per le emissioni delle SpA) e il raggio di azione territoriale che diventa europeo.

Dal 2020, Fundera, primo portale autorizzato dalla Consob a collocare *minibond*, ha collocato più di cento emissioni; lo scorso 25 ottobre 2023 ha ottenuto dalla Consob, nella sua prima seduta autorizzativa, l'autorizzazione europea ad operare come fornitore di servizi di *crowdfunding*, ai sensi del nuovo Regolamento 2020/1503/UE.



Lo studio internazionale Hogan Lovells è presente in Italia dal 2000, con più di 150 avvocati collocati presso le sedi di Roma e Milano. Alla profonda conoscenza del diritto nelle rispettive aree di competenza, i nostri professionisti uniscono dedizione e predisposizione al lavoro di squadra con i clienti delle diverse tipologie. La maggior parte dei soci dello studio è menzionata tra i migliori avvocati/e in Italia da Chambers, The Legal500 e altre primarie *directory* indipendenti, nazionali e internazionali.

Più in dettaglio, i professionisti del dipartimento italiano di Finance di Hogan Lovells si occupano di sofisticate operazioni finanziarie e di assistenza su tutte le problematiche legali correlate alle proprie materie di specializzazione. In particolare, il nostro Team è universalmente riconosciuto come uno dei principali protagonisti nell'ambito dell'assistenza legale nelle operazioni di emissione di *minibond*, strumenti riservati alle piccole e medie imprese che costituiscono un *asset* fondamentale della economia del nostro Paese.

Gli avvocati che compongono il Team hanno infatti fornito un contributo fattivo alla nascita e allo sviluppo di questa tipologia di prestiti obbligazionari in Italia, affiancando il legislatore fin dalla emanazione della relativa normativa nel 2012 in avanti ed essendo coinvolti nelle principali operazioni aventi ad oggetto questo specifico prodotto, nelle più varieguate qualificazioni. Negli anni, i professionisti hanno sviluppato e consolidato un'esperienza unica nel mercato legale italiano ed europeo, avendo seguito molteplici emissioni di *minibond*, sia destinati alla quotazione presso mercati non regolamentati ovvero collocati presso investitori istituzionali, anche esteri, su base *take and hold*.

In questo mercato, Hogan Lovells assiste indifferentemente le imprese emittenti, gli *arranger*, i sottoscrittori (tra cui numerosi istituti finanziari), i fondi di private *debt* domestici e non, e i vari fornitori di servizi operanti in questo settore. Negli ultimi anni, il Team ha curato numerose operazioni di *basket bond*, operazioni di cartolarizzazioni di *minibond*, eventualmente assistite da garanzie pubbliche, ideate e strutturate con lo scopo di garantire l'ulteriore sviluppo dei prestiti obbligazionari emessi dalle PMI italiane.

Hogan Lovells

www.hoganlovells.com


Mediocredito Centrale è la banca a capitale pubblico che sostiene le imprese italiane promuovendo la competitività e l'innovazione, con particolare attenzione alle piccole e medie imprese e alle regioni del Sud Italia. MCC è specializzata nel supporto a medio-lungo termine degli investimenti, nella finanza complementare agli incentivi pubblici, nel credito a breve termine, con particolare riferimento alle operazioni di *factoring*, e nella finanza innovativa.

Inoltre, MCC, nel ruolo di gestore del Fondo di Garanzia per l'accesso al credito delle PMI e del Fondo crescita sostenibile per progetti di R&S, si presenta tra i principali attori a livello nazionale nel settore degli incentivi pubblici.

In qualità di capogruppo, lavora insieme alle banche del Gruppo Mediocredito Centrale alla realizzazione del distretto finanziario del Sud, finalizzato al sostegno di famiglie e imprese, allo sviluppo delle economie territoriali e alla crescita dell'Italia Meridionale tramite la gestione del credito, la garanzia, i servizi e la finanza.

In particolare, Mediocredito Centrale è leader nel settore dei *basket bond*. In questo ambito la banca ha preso parte a numerosi programmi nazionali e regionali, in qualità di investitore istituzionale e di *arranger*, che hanno portato alla sottoscrizione di oltre 770 milioni di euro di *minibond*, finalizzati prevalentemente al finanziamento di PMI e del Mezzogiorno, sottoscrivendone direttamente oltre 350 milioni. In qualità di gestore del Fondo di Garanzia per le PMI, inoltre, Mediocredito Centrale può intervenire sia su singoli *minibond* sia su portafogli di *minibond*.

Mediocredito Centrale

www.mcc.it



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

Da oltre 70 anni siamo il *partner* finanziario delle piccole e medie imprese, offrendo soluzioni su misura per supportarne la crescita. Attraverso strumenti come il credito a medio-lungo termine, il *leasing*, la consulenza finanziaria e le operazioni di finanza straordinaria, affianchiamo le aziende nei loro progetti di sviluppo.

Ci posizioniamo come Corporate & Investment Bank, mettendo a disposizione competenze specialistiche e una rete di sedi operative per guidare le imprese negli investimenti, favorendo l'accesso a fondi agevolati nazionali ed europei.

Abbiamo creato un *desk* dedicato alla finanza di progetto e alle opere pubbliche, sostenendo investimenti in energia rinnovabile e infrastrutture strategiche.

Partecipiamo con quote di minoranza nel capitale delle imprese, assumendo il ruolo di *partner* strategico per accompagnarle nella crescita e nei percorsi di quotazione sui mercati finanziari.

In qualità di *advisor*, *arranger* e sottoscrittore di *minibond*, seguiamo le società emittenti in tutte le fasi fino all'emissione del titolo, offrendo un supporto qualificato e completo.

Per le PMI che desiderano accedere ai mercati dei capitali e alla quotazione su Euronext Growth Milan, forniamo consulenza personalizzata in collaborazione con primarie società di consulenza.

Ai privati offriamo soluzioni di investimento sicure e convenienti, come il nostro conto deposito *online* Conto Rifugio, pensato per proteggere e valorizzare i risparmi.

modefinance

a TeamSystem company

modefinance
www.modefinance.com

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

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

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

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

Sella

Investment Banking

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

Con una lunga esperienza di impresa e innovazione, offriamo prodotti di Corporate Investment Banking e servizi di Advisory a PMI, *family business*, *startup* e investitori istituzionali nella realizzazione dei propri progetti di trasformazione e crescita sostenibile, con un *focus* sulle attività di Merger & Acquisition, Private Debt, Leveraged & Acquisition Finance, Venture Capital. Investiamo inoltre capitale proprio nelle aziende con alto potenziale. Offriamo competenza, trasparenza e professionalità al servizio dei nostri clienti e soluzioni innovative *tailor-made* per affiancarli nella realizzazione di progetti in Italia e nel mondo. Investiamo nello sviluppo di un ecosistema finanziario sostenibile di investitori insieme ai nostri clienti.

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

Sella Investment Banking
www.sella.it

PARTNER



www.osservatoriominibond.it

**Banca
Valsabbina**



FRIGIOLINI & PARTNERS
MERCHANT

Hogan
Lovells



modefinance

a TeamSystem company

Sella
Investment Banking

PARTNER
ISTITUZIONALI



MEDIA
PARTNER



Finanziato
dall'Unione europea
NextGenerationEU



Ministero
dell'Università
e della Ricerca



Italiadomani
PIANO NAZIONALE
DI RIPRESA E RESILIENZA

