

Osservatorio della *School of Management* del Politecnico di Mi sui titoli di debito emessi da società quotate e/o non quotate in Borsa

L'industria dei mini-bond in crescita come fonte di finanziamento alternativo

Ci si riferisce a emissioni da parte di società aventi operatività propria (escluse banche e assicurazioni)

ROMA - Secondo le analisi dell'Osservatorio mini-bond della *School of Management* del Politecnico di Milano sono definiti 'mini-bond' i titoli di debito (obbligazioni e cambiali finanziarie con scadenza fino a 36 mesi) emessi da società quotate o non quotate in Borsa, in virtù delle innovazioni normative introdotte dal Decreto 'Sviluppo' in avanti.

In particolare ci si riferisce a emissioni da parte di società di capitali o cooperative aventi operatività propria (escludendo banche e assicurazioni) di importo massimo fino a 500 milioni, non quotate su listini aperti agli investitori retail.

L'industria dei mini-bond ha confermato uno sviluppo costante, iniziato nel 2012 in risposta alle difficoltà causate dalla crisi finanziaria e dal credit crunch. L'effetto combinato della riduzione dei margini aziendali e della minore offerta di credito da parte del sistema bancario italiano ha infatti spinto le imprese a cercare fonti di finanziamento alternative. Completata la definizione del quadro normativo, il 2015 ha rappresentato la fine di una fase transitoria caratterizzata da operazioni costruite 'ad hoc' sulle esigenze di poche imprese, e l'inizio di una vera e propria 'ingegnerizzazione' del mer-

Rispetto al 2015 è aumentata la proporzione delle Pmi, passate dal 48,3% al 73,8%

cato con l'arrivo dei fondi di *private debt* e con l'avvicinarsi al mercato delle assicurazioni.

Il 2016 si sta confermando (gli ultimi dati sono relativi al primo semestre) un anno di progressiva crescita anche per la piattaforma di scambio ExtraMOT PRO, gestita da Borsa Italiana, che ha consentito alle imprese di individuare un mercato secondario 'adatto' per i mini-bond, con procedure

di ammissione semplici, rapide e poco costose.

La ricerca ha identificato 173 imprese che, alla data del 31 maggio 2016, avevano collocato mini-bond in Italia (di cui 23 per la prima volta nel 2016). Fra queste, 77 sono identificabili come PMI non finanziarie. Rispetto al 2015, nel 2016 è aumentata la proporzione delle PMI, passando dal 48,3% al 73,9%. In gran parte, le emit-

tenti sono società per azioni (l'86,1%), ma sono rappresentate pure società a responsabilità limitata e cooperative.

Nel campione compaiono anche 18 imprese già quotate sul mercato azionario. Il fatturato delle imprese emittenti è molto variabile; la fascia più numerosa del campione si concentra fra € 100 milioni e € 500 milioni, ma compaiono anche ben 30 società con fatturato inferiore a € 10 milioni.

Nei primi cinque mesi del 2016 è cresciuto, in particolar modo, il numero di emittenti con fatturato compreso fra € 10 milioni e € 25 milioni, mentre sono diminuite quelle con volume fra € 100 milioni e € 500 milioni. Per quanto riguarda il settore di attività, si registra la netta supremazia del settore manifatturiero. I settori rappresentati sono comunque molti diversificati, dal commercio alle utilities, dai servizi finanziari all'immobiliare, dal-

l'informatica alle costruzioni.

La collocazione geografica evidenzia una netta prevalenza delle regioni del Nord, supportata da un rilevante miglioramento del Veneto, sebbene il 2016 abbia visto una piccola 'riscossa' del Meridione e un 'crollo' del Trentino Alto Adige, passato da 20,7% degli emittenti nel 2015 a 4,3% nei primi cinque mesi del 2016.

La ricerca condotta dall'Osservatorio si sofferma anche su una panoramica relativa alle motivazioni dalla quale si conferma come dominante l'obiettivo di finanziare la crescita interna dell'azienda (nel 62,4% dei casi, soprattutto per le PMI). Al secondo posto emerge l'obiettivo di ristrutturare le passività dell'impresa (soprattutto per le grandi imprese). Seguono le strategie di crescita esterna tramite acquisizioni, e il fabbisogno di alimentare il ciclo di cassa del capitale circolante. Il 2016 si sta confermando un anno di progressiva crescita anche per la piattaforma di scambio ExtraMOT PRO, gestita da Borsa Italiana, che ha consentito alle imprese di individuare un mercato secondario 'adatto' per i mini-bond, con procedure di ammissione semplici, rapide e poco costose.

Il 2016 ha visto un incremento della maturity, con una media di 6,02 anni

rispetto a 4,89 nello stesso periodo del 2015. Nella maggioranza dei casi (il 59,9%) il rimborso del titolo è previsto alla scadenza (bullet), soprattutto per le grandi imprese e per quelle già quotate in Borsa. Nelle PMI e nelle emissioni sotto € 50 milioni è relativa-

mente più frequente la modalità amortizing, con un rimborso graduale fino alla scadenza. Per quanto riguarda la cedola, in quasi tutti i casi è stata fissata all'inizio del prestito, mentre in 22 casi è stata legata ad un benchmark va-

Netta prevalenza delle regioni del Nord (boom del Veneto), riscossa del Meridione

riabile nel tempo.

Il valore medio della cedola fissa per l'intero campione è pari a 5,40%, quello mediano è il 5,5%. La ricerca passa poi a identificare la situazione della catena del valore sul mercato dei mini-bond. L'advisor è un consulente destinato ad affiancare l'impresa nella decisione strategica iniziale, nell'analisi del business plan, dell'information memorandum e nella definizione di

tempi e modalità dell'emissione. I consulenti legali si occupano di verificare gli aspetti formali e di compliance rispetto ai contratti e ai regolamenti o prospetti del prestito. L'arranger si occupa invece del 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 altro attore di riferimento nell'emissione di giudizi indipendenti sulla solvibilità dell'emittente.

Importante anche il ruolo delle banche agenti e delle banche depositarie, che assistono le emittenti nei processi amministrativi correlati alla dematerializzazione dei titoli e alla gestione dei pagamenti. Il Report dell'Osservatorio del Politecnico di Milano identifica per ognuno di questi ruoli i principali player esistenti sul mercato italiano.

Per quanto riguarda gli investitori che hanno sottoscritto mini-bond, il 2015 ha visto l'assoluto protagonismo dei fondi chiusi, che si posizionano intorno al 36% del capitale totale rac-



colto sul mercato, seguiti dalle banche estere (essenzialmente la BEL, con il 15,3%), dalle banche italiane (14,9%), dai fondi esteri (11,4%) e dai fondi aperti e gestioni patrimoniali delle SGR italiane (9,7%).

La ricerca ha censito 12 fondi chiusi di private debt che, alla data del 31/12/2015, avevano già investito € 450 milioni nei mini-bond italiani. A questi si aggiungono 7 fondi in fase di prossimo closing e 4 iniziative in fase di avvio del fundraising. Alcune di queste iniziative saranno supportate dal **Fondo Italiano** di Investimento. Nel complesso, la stima delle ulteriori risorse disponibili per i mini-bond, in caso di raggiungimento dei target previsti, potrebbe arrivare a € 900 milioni.

Il potenziale di sviluppo dei mini-bond fra le PMI rimane significativo. Per la parte restante del 2016 le aspettative sono quelle di una crescita in linea con i dati del 2015 e di un'innovazione incrementale nella tipologia degli strumenti e nelle prassi.

