

COMMISSIONE DI STUDIO SUL DIRITTO E LA PRATICA SOCIETARIA

presso



ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI DI BIELLA

Minibond

Strumenti di debito alternativi



Il Commerci@lista®

MONOGRAFIE

© **Roberto Cravero, Biella**

© **Commissione Studio Diritto e Pratica Societaria**
Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di
Biella

Roberto Cravero, Paolo Carnero
coordinatori della Commissione

Alberto Grosso
consigliere delegato dell'Ordine

Corrado Ogliaro, Andrea Franciosi, Enzo Germanetti, Guglielmo Quadrelli,
Domenico Calvelli
componenti della Commissione per il progetto Minibond

si ringrazia per il contributo e la collaborazione



Anthilia Capital Partners SGR S.p.A.
Corso di Porta Romana 68 - 20122 Milano
Tel. +39 02 97386.101
Fax +39 02 97386100
www.anthilia.it



© **Il Commercianti@lista®**

Proprietà letteraria e tecnica riservata

Edito in Biella nel mese di novembre 2014

Direttore responsabile: **Domenico Calvelli**

Sommario

1	Premessa	0
---	----------------	---

Sezione prima - Il Mercato di Riferimento

2	Mercato del debito in Italia	1
3	La normativa di riferimento.....	3
4	Mercato dei minibond	8
5	Caratteristiche delle emissioni	12
6	Investitori e Veicoli di Investimento	15
7	Tassi e rendimenti degli strumenti	19

Sezione Seconda - Analisi di un caso concreto

8	Il Processo necessario per l'emissione di Mini Bond.....	21
9	Ruolo dell'agenzia di rating	27
10	Il ruolo degli advisor	32
11	Ruolo del garante.....	36

1 Premessa

La commissione di Studio diritto e pratica societaria dell'Ordine di Biella ha recentemente organizzato una giornata di studio dedicata agli strumenti di debito delle imprese di piccola e media dimensione.

Dal dibattito, cui hanno preso parte esponenti del mondo industriale, banchieri e soggetti che professionalmente si occupano della valutazione del merito di credito delle aziende (SGR e società di rating), è emerso che i Mini Bond (strumento introdotto dal Decreto Sviluppo del 2012) sono una delle fonti finanziarie alternative più interessanti per il settore.

Questo documento ha la finalità di fornire alcune indicazioni essenziali per comprendere il nuovo strumento di debito. E' diviso in sezioni e vuole essere una guida pratica per tutti coloro che, a titolo professionale o nella veste di potenziali destinatari del prodotto, intendono approcciare lo strumento del Mini Bond.

La prima sezione è dedicata all'analisi del mercato del debito italiano e al quadro normativo esistente.

La seconda sezione affronta invece con taglio operativo quale l'iter di emissione del Mini Bond, quali gli "attori" principali e ne analizza il loro ruolo durante l'iter del processo (Agenzia di Rating, Advisor e Garante).

Si ringrazia per il prezioso contributo scientifico la società Anthilia Capital Partners SGR SpA, che ha fornito informazioni, materiale e dati statistici utili per il completamento del lavoro, nonché Criff Rating Agency, prima agenzia di rating italiana, per aver testimoniato la propria esperienza professionale.

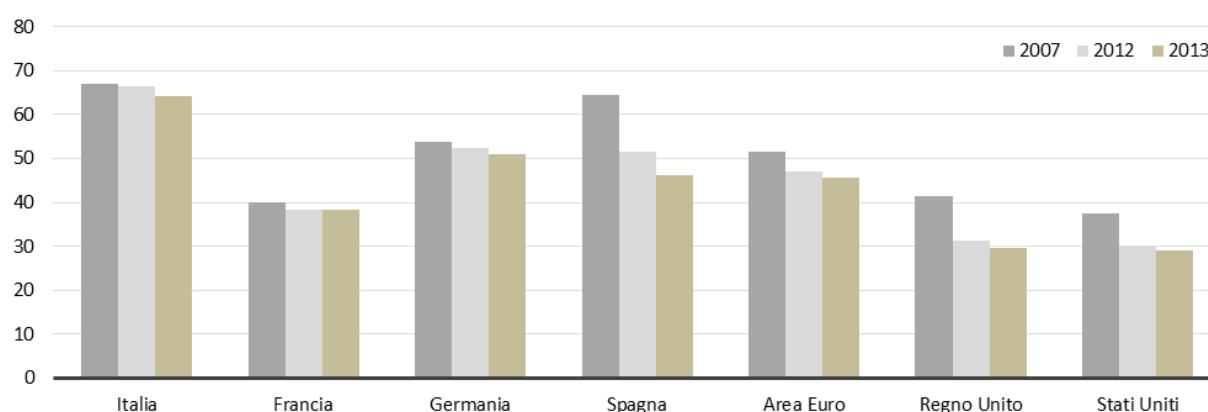
2 Mercato del debito in Italia

La dipendenza del tessuto produttivo italiano dal sistema bancario è significativamente più alta rispetto ad altri Paesi europei ed in particolare ai Paesi di origine anglosassone. L'elevata dipendenza dal canale bancario ha posto alcuni importanti punti di riflessione in una fase congiunturale difficile come quella del periodo 2007-2013.

La struttura finanziaria delle imprese è fortemente condizionata dalle prassi di mercato che vedono un prevalente ricorso al rinnovo di prestiti a breve termine creando un disallineamento rispetto alla struttura delle attività produttive.

Tali circostanze si riverberano con intensità maggiore sulle piccole e medie imprese che hanno maggiori difficoltà a far fronte a strette creditizie non avendo la possibilità di sostituire i prestiti bancari con altre forme di finanziamento.

Figura 1: Prestiti bancari in rapporto al debito finanziario delle imprese non finanziarie (valori percentuali)



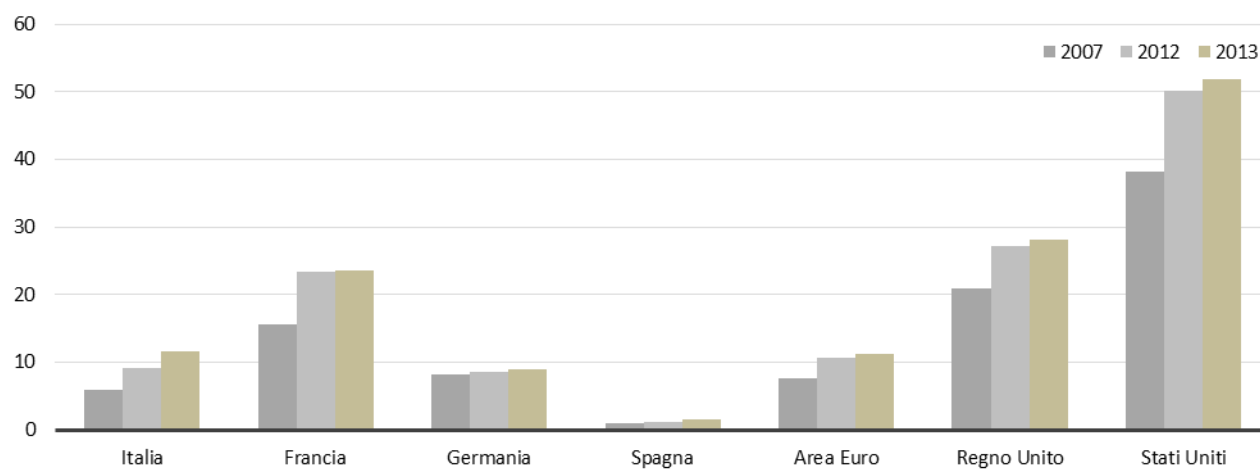
Fonte: Banca d'Italia per l'Italia; Eurostat e BCE per i Paesi dell'Area Euro; BOE per il Regno Unito; FED per gli Stati Uniti

Il ricorso al mercato del capitale di debito in Italia è storicamente sempre stato sfruttato solo dalle grandi imprese, mentre vincoli normativi e culturali hanno inibito il dinamismo di piccole e medie imprese nella diversificazione delle fonti di approvvigionamento. Il risultato è che la quota di obbligazioni sul totale dei debiti finanziari delle imprese italiane non supera il 10%

La tendenza "bancocentrica" sul mercato italiano delle fonti di finanziamento trae origine dai limiti presenti sul lato dell'offerta di capitali: il mercato del Private Equity non è mai decollato, il mercato azionario presenta elementi di rigidità e quello obbligazionario ha stentato a svilupparsi completamente

Il peggioramento della qualità del credito, unito all'irrigidimento dei requisiti patrimoniali imposto dalle autorità europee, ha prodotto la restrizione del credito bancario, in termini di minori erogazioni e di costi più elevati. Le tensioni finanziarie delle imprese si sono inasprite, alimentando così il circolo vizioso.

Figura 2: Obbligazioni in rapporto al debito finanziario delle imprese non finanziarie (valori percentuali)



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

3 La normativa di riferimento

3.1 IL DECRETO SVILUPPO

La normativa di riferimento per i Mini Bond è contenuta nel Decreto Sviluppo (Decreto Legge 83 del 22 giugno 2012, convertito in Legge 134/2012) e nel Decreto Sviluppo Bis (Decreto Legge 179 del 18 ottobre 2012, convertito in Legge 221/2012). Con i due decreti è stata rivista la disciplina riguardo a tutti gli strumenti di debito emessi da piccole e medie imprese e da società non quotate, nello specifico obbligazioni a medio-lungo termine (i cosiddetti minibond), cambiali finanziarie e obbligazioni subordinate e partecipative. I destinatari delle novità normative sono le società di capitali, le società cooperative e mutue assicuratrici diverse dalle banche e dalle micro imprese (società con meno di 10 dipendenti e fatturato o totale dell'attivo non superiore a 2 milioni di euro).

L'articolo 2412 del Codice Civile stabilisce che una società per azioni (SPA) *“può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato”*. Il limite può essere superato *“se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali”*. Il Decreto Sviluppo consente di derogare alle norme del Codice Civile e quindi permette alle SPA di emettere obbligazioni senza limiti di ammontare a condizione che gli strumenti siano destinati ad essere quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione. Una società a responsabilità limitata (SRL) può emettere titoli di debito se espressamente previsto dalla statuto che attribuisce ai soci o agli amministratori la competenza della decisione e che definisce i limiti di ammontare. Il collocamento di obbligazioni emesse da SRL è riservato solo presso investitori professionali. Le novità legislative del Decreto Sviluppo aprono alla possibilità anche a piccole e medie imprese di finanziarsi tramite obbligazioni a medio-lungo termine.

Le obbligazioni a medio-lungo termine possono prevedere clausole di partecipazione agli utili e di subordinazione. Le prime collegano al risultato economico dell'impresa parte del corrispettivo spettante all'investitore. Le clausole di subordinazione definiscono i termini della postergazione dei diritti dell'investitore rispetto agli altri creditori della società, ad eccezione dei soci in capitale di rischio. Lo scopo della previsione di una forma ibrida di obbligazioni è quello di permettere il finanziamento anche di start-up e società oggetto di ristrutturazione o rilancio.

Dal **punto di vista fiscale**, invece, tale provvedimento normativo ha esteso l'applicabilità del decreto legislativo n. 239/1996 - finora riservato ai titoli obbligazionari e titoli simili emessi dalle banche e dalle società quotate e ai titoli pubblici - agli interessi e altri proventi dei titoli obbligazionari, dei titoli simili nonché delle cambiali finanziarie emessi da società con azioni non negoziate, a condizione che i medesimi strumenti siano negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati membri dell'Unione Europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo, inclusi nella cd. *white list* di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell'articolo 168-bis del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917 (TUIR).

A seguito delle modifiche apportate dall'articolo 21, comma 1, del decreto legge 24 giugno 2014, n. 91 3, il regime del decreto legislativo n. 239 del 1996 è stato, tra l'altro, esteso alle obbligazioni, titoli simili e cambiali finanziarie, *non quotati*, emessi da società con azioni non negoziate nei predetti mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione, purché detenuti, ossia sottoscritti e circolanti, esclusivamente presso investitori qualificati come definiti dall'articolo 100 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF).

L'estensione del regime previsto dal decreto legislativo n. 239 del 1996 alle predette obbligazioni, titoli simili e cambiali finanziarie si applica, quindi, in luogo della ritenuta alla fonte da parte dell'emittente ai sensi dell'articolo 26 del D.P.R. 29 settembre 1973 n. 600.

Inoltre, a favore degli emittenti dei predetti strumenti finanziari è consentita la deducibilità degli interessi passivi sostenuti senza dover tener conto delle limitazioni previste dall'articolo 3, comma 115, della legge n. 549 del 1995 che, come noto, condiziona la misura della deducibilità sulla base dei parametri di rendimento del prestito obbligazionario. In tal modo, gli interessi passivi sono deducibili applicando esclusivamente le regole generali dettate dall'articolo 96 del TUIR.

Tuttavia, con riferimento agli strumenti non quotati emessi da società con azioni non negoziate, le predette limitazioni sono disapplicate al verificarsi delle ulteriori condizioni previste dal comma 8 dell'articolo 32 in commento. In particolare, i titoli devono essere detenuti da investitori qualificati, detti investitori non devono detenere, direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, più del 2 per cento del capitale o del patrimonio della società emittente ed inoltre il beneficiario effettivo dei proventi deve essere residente in Italia o in Stati o territori che consentono un adeguato scambio di informazioni

Le spese di emissione delle cambiali finanziarie delle obbligazioni e dei titoli simili di cui all'articolo 1 del decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239, primo comma (*ie.* le commissioni per lo strutturatore, il costo del rating, le commissioni di collocamento, i compensi per prestazioni professionali tecniche e legali e le altre spese legate all'emissione), sono deducibili nell'esercizio in cui sono sostenute indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio. La deducibilità per cassa delle spese di emissione dei titoli obbligazionari, titoli simili e delle cambiali finanziarie è tuttavia una facoltà e non un obbligo, in linea con la ratio di natura agevolativa che caratterizza l'intero Decreto crescita.

3.2 IL MERCATO EXTRAMOT PRO

Da febbraio 2013 Borsa Italiana ha attivato ExtraMOT Pro, il nuovo segmento professionale del mercato ExtraMOT, dedicato a obbligazioni e titoli simili emessi da società di capitali, società cooperative, mutue assicuratrici o enti.

Il segmento ExtraMOT Pro è un sistema multilaterale di negoziazione accessibile solo a investitori professionali, i quali a loro volta non possono accettare ordini provenienti da altre categorie di investitori. È prevista anche la facoltà di nominare un operatore specialista a sostegno della liquidità degli strumenti.

Nello specifico gli strumenti ammessi sono obbligazioni societarie, tra cui i minibond, cambiali finanziarie, project bond e strumenti del mercato monetario, come ad esempio i certificati di deposito. Il nuovo segmento offre un canale semplice, flessibile e con bassi costi diretti per gli emittenti che per la prima volta si affacciano sul mercato dei capitali e che desiderano beneficiare delle agevolazioni fiscali connesse alla quotazione.

L'emittente che sceglie di quotare i propri strumenti su Borsa Italiana aumenta anche la propria visibilità presso il sistema finanziario nonché verso i clienti e fornitori.

La procedura di ammissione alla quotazione è semplificata per agevolare le imprese che per la prima volta sperimentano il mercato dei capitali.

Ai fini della quotazione, il *primo requisito* richiesto da Borsa Italiana agli emittenti è la pubblicazione dei bilanci degli ultimi due esercizi annuali, di cui almeno l'ultimo sottoposto a revisione contabile, il *secondo requisito* richiesto è un prospetto redatto secondo gli schemi europei, oppure il documento di ammissione secondo le linee guida del Regolamento ExtraMOT, oppure ancora il documento di offerta come disciplinato dal Testo Unico della Finanza (TUF). La prima alternativa è generalmente scelta dai grandi emittenti, mentre le piccole e medie imprese prediligono il più semplice documento di ammissione.

Le informazioni minime richieste nel documento di ammissione riguardano:

- 1) informazioni sull'emittente;
- 2) struttura organizzativa;
- 3) persone con ruoli di responsabilità in azienda;
- 4) principali azionisti;
- 5) informazioni di bilancio;
- 6) fattori di rischio;
- 7) informazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto di quotazione.

Borsa Italiana si riserva la possibilità di richiedere ulteriori approfondimenti o autorizzare l'omissione di alcune informazioni, in base alla tipologia di emittente.

Dopo l'ammissione alla quotazione, l'emittente è tenuto a pubblicare i bilanci annuali entro 6 mesi dalla conclusione dell'esercizio di riferimento e a divulgare ogni informazione *price-sensitive*, relativa a modifiche dei diritti degli investitori o legata alle caratteristiche degli strumenti, quale ad esempio cedole o piani di ammortamento. In particolare se l'emissione

o l'emittente sono stati oggetto di rating pubblico, è richiesto che quest'ultimo e ogni sua variazione siano resi noti al mercato.

3.3 IL DECRETO DESTINAZIONE ITALIA

I più recenti sviluppi della normativa riguardo al mercato del debito italiano sono contenuti nel Decreto Destinazione Italia (Decreto Legge 145 del 23 dicembre 2013, convertito in Legge 9/2014). Allo scopo di ampliare la diffusione di minibond e titoli simili, sono state introdotte specifiche misure per eliminare vincoli di natura normativa e fiscale:

- Semplificazione delle procedure di cartolarizzazione ed estensione della disciplina delle cartolarizzazioni anche alle operazioni realizzate mediante la sottoscrizione di obbligazioni e titoli simili. In concreto sono eliminati alcuni onerosi adempimenti richiesti per strutturare le operazioni di cartolarizzazione, riducendone quindi i costi.
- Agevolazione dell'investimento in minibond per assicurazioni e fondi previdenziali. Obbligazioni e titoli simili, relative cartolarizzazioni e quote di fondi che investono principalmente in tali titoli diventano ammissibili come attivi a copertura delle riserve tecniche delle assicurazioni e diventano compatibili con i limiti di investimento dei fondi pensione. Gli strumenti sono ammissibili e compatibili anche se non quotati.

In attuazione alla disposizione, l'IVASS (Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni) ha modificato il proprio regolamento (Regolamento 36 del 31 gennaio 2011 così come modificato dal Provvedimento 17 del 15 aprile 2014) inserendo nella lista degli attivi ammessi a copertura delle riserve tecniche:

- a. minibond, cambiali finanziarie e obbligazioni subordinate e partecipative, nel limite massimo del 3% delle riserve;
- b. cartolarizzazioni, anche prive di rating, aventi ad oggetto obbligazioni e titoli simili, nel limite massimo del 3% delle riserve.

L'IVASS ha inoltre elevato al 3% il limite di concentrazione in un fondo che investe principalmente nelle classi di attivo di cui sopra.

- Inclusione tra le attività idonee come garanzia per le obbligazioni collateralizzate emesse da banche (cosiddetti *covered bond*) di obbligazioni emesse da società non quotate, relative cartolarizzazioni e crediti di piccole e medie imprese.
- Esenzione della ritenuta di acconto sugli interessi e sui proventi corrisposti a fondi che investono prevalentemente in obbligazioni e titoli simili, a condizione che le quote del fondo siano detenute esclusivamente da investitori professionali. L'esenzione è valida anche per le società veicolo che emettono titoli rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione.
- Estensione della possibilità di costituire un privilegio speciale, sui beni destinati all'esercizio dell'attività di impresa, anche a garanzia di titoli obbligazionari a medio-lungo termine, a condizione che tali titoli siano sottoscritti e destinati alla circolazione solo presso investitori professionali.

- Estensione del regime fiscale agevolato dell'imposta sostitutiva alle garanzie accessorie prestate in relazione a emissioni obbligazionarie.
- Possibilità per il Fondo Centrale di Garanzia di prestare garanzie anche alle società di gestione del risparmio, per gli investimenti dei fondi specializzati in minibond. Le garanzie possono essere scritte sia sulla singola emissione sia su parti del portafoglio.

4 Mercato dei minibond

La normativa liberalizza e incentiva il ricorso al mercato del capitale di debito a livello generale per tutte le categorie di imprese ma l'aspetto più innovativo riguarda le piccole e medie imprese (PMI). Le grandi realtà industriali infatti hanno sempre avuto maggiore potere contrattuale nell'approvvigionamento dei capitali ed hanno già sperimentato la via dell'emissione obbligazionaria. Le PMI invece, non avendo alternative al canale bancario per qualsiasi tipo di fabbisogno, denunciavano una minore flessibilità nel corso delle diverse congiunture di mercato e rispetto alle diverse esigenze finanziarie dei propri piani di investimento a medio-lungo termine. Grazie alle recenti riforme è stato effettivamente reso disponibile uno strumento con caratteristiche complementari alle soluzioni tradizionali. I prestiti bancari hanno solitamente profili di rimborso distribuiti su tutta la durata del prestito e, se di medio-lungo termine, prevedono molto spesso una garanzia reale.

I minibond possono essere costruiti distribuendo con maggiore flessibilità i rimborsi di capitale adeguando al meglio i profili di fabbisogno finanziario emergenti dal business plan. Inoltre, anche se di durata oltre i 5 anni, è prevedibile che i minibond siano per lo più privi di garanzie reali sui beni dell'impresa, anche se la normativa non esclude questa possibilità nel caso del privilegio speciale sui beni strumentali.

Come già accennato in precedenza il ricorso al mercato dei capitali non rappresenta una innovazione a "costo zero" per le imprese. Questa nuova opportunità comporta un significativo sforzo verso la trasparenza e la tracciabilità dei risultati aziendali nei confronti degli investitori. È richiesto di ampliare la qualità di informazione non solo sui bilanci ma anche e soprattutto sui progetti che si intendono finanziare, sui piani di realizzazione e sui risultati attesi. Gli investitori in minibond hanno l'esigenza di avviare due diligence approfondite sulle PMI potenziali emittenti, richiedendo piena collaborazione e trasparenza. L'allargamento a fonti di finanziamento complementari richiede un impegno rilevante, volto ad accrescere in modo concreto l'apertura a soggetti esterni ed a rafforzare la struttura patrimoniale. Sarebbe irrealistico pensare che i mercati siano disposti a sostenere iniziative opache, di società patrimonialmente deboli o i cui soci non trasmettano per primi fiducia nel progetto.

È necessario considerare anche gli oneri legati all'analisi di fattibilità dell'operazione ed i costi legati alla gestione dell'emissione. L'impegno finanziario sostenuto dall'impresa deve remunerare i diversi soggetti coinvolti: i consulenti, le società di revisione, lo strutturatore e collocatore dell'emissione, studi legali, agenzia di rating, mercato di quotazione, eventuali garanti. In linea generale il costo economico dello strumento sulla gestione finanziaria non può essere valutato solamente in termini di tassi di interesse.

Se da un lato la novità dei minibond è rivolta principalmente alle PMI, dall'altro è ragionevole aspettarsi che i tagli minimi delle emissioni siano dell'ordine di alcuni milioni di euro, affinché l'ammontare dell'investimento sia appetibile per gli investitori istituzionali e il collocamento non risulti eccessivamente oneroso per l'impresa.

Dal punto di vista del sistema bancario, i minibond rappresentano un'opportunità per un'evoluzione del rapporto con i clienti corporate. Il rapporto con il territorio e lo sviluppo del tessuto produttivo sono presupposti irrinunciabili alla base degli obiettivi di un istituto

di credito tradizionale. Le nuove forme di finanziamento richiedono tuttavia interventi per la formazione interna delle risorse, figure incaricate di assistere le imprese nell'accesso al mercato dei capitali. Occorre porre particolare attenzione anche alla prevenzione dei conflitti di interesse per garantire che anche le società con meriti creditizi più problematici siano presentate sul mercato in modo trasparente, senza che gli investitori sollevino il dubbio che l'accesso al mercato dei capitali rappresenti un modo per "riparare" ad una situazione di incaglio o sofferenza derivante da impieghi precedenti.

4.1 LE IMPRESE EMITTENTI

Il profilo tipico dell'impresa che emette minibond è caratterizzato da una dimensione medio-piccola, buona redditività negli ultimi esercizi, solidità della gestione finanziaria, stabilità dei flussi di cassa ed un preciso piano di crescita. Il profilo ideale, in teoria, dovrebbe rivolgere gli investimenti all'internazionalizzazione e possibilmente in un settore di eccellenza del tessuto produttivo italiano.

I requisiti oggettivi per l'emissione e la quotazione dei minibond sono dettati dalla normativa e sono:

- 1) forma giuridica di società di capitali, società cooperative e mutue assicuratrici diverse da banche e micro imprese;
- 2) assenza di procedure concorsuali, pregiudizievoli o informazioni pubbliche su crediti non onorati;
- 3) disponibilità del bilancio dell'ultimo esercizio, sottoposto a revisione contabile.

In questa fase di mercato alcuni operatori hanno ritenuto di escludere start-up o società che affrontano processi di ristrutturazione o *turnaround*. Le due fattispecie infatti caratterizzano già specifiche tipologie di fondi sul mercato internazionale dei capitali nelle forme del Venture Capital e di alcuni tipi dei cosiddetti fondi Distressed Debt. La mancata inclusione di queste due particolari categorie è stata dettata dalla scelta di non inserire ulteriori profili di rischio alla già articolata fattispecie del finanziamento di una impresa medio-piccola. Il premio a rischio richiesto nel mercato del Venture Capital e dei turnaround è mediamente più elevato di quello associato al tradizionale creditore (ancorché di medio-lungo termine) e non a caso per tali tipologie di investimenti il tema della partecipazione al capitale di rischio della società target è predominante nel modello di gestione.

Altri requisiti minimi che prevalgono tra gli operatori sul mercato dei minibond consistono in limiti di fatturato, redditività, indebitamento e sostenibilità del debito.

Nell'attività svolta, e nell'ambito dei diversi operatori presenti sul mercato, ci si è confrontati con Anthilia SGR, una società indipendente di gestione del risparmio che ha lanciato nel 2013 il fondo Anthilia Bond Impresa Territorio (BIT). Tale fondo ha oggi una raccolta complessiva di € 129 mio con fondi sottoscritti da n. 10 diversi Investitori Istituzionali tra cui Istituti di credito e Enti previdenziali e ha completato quattro diverse operazioni di sottoscrizioni di Mini Bond con altrettante aziende.

La selezione di requisiti aziendali utilizzata identifica come coerenti con il *target* le società con i requisiti seguenti:

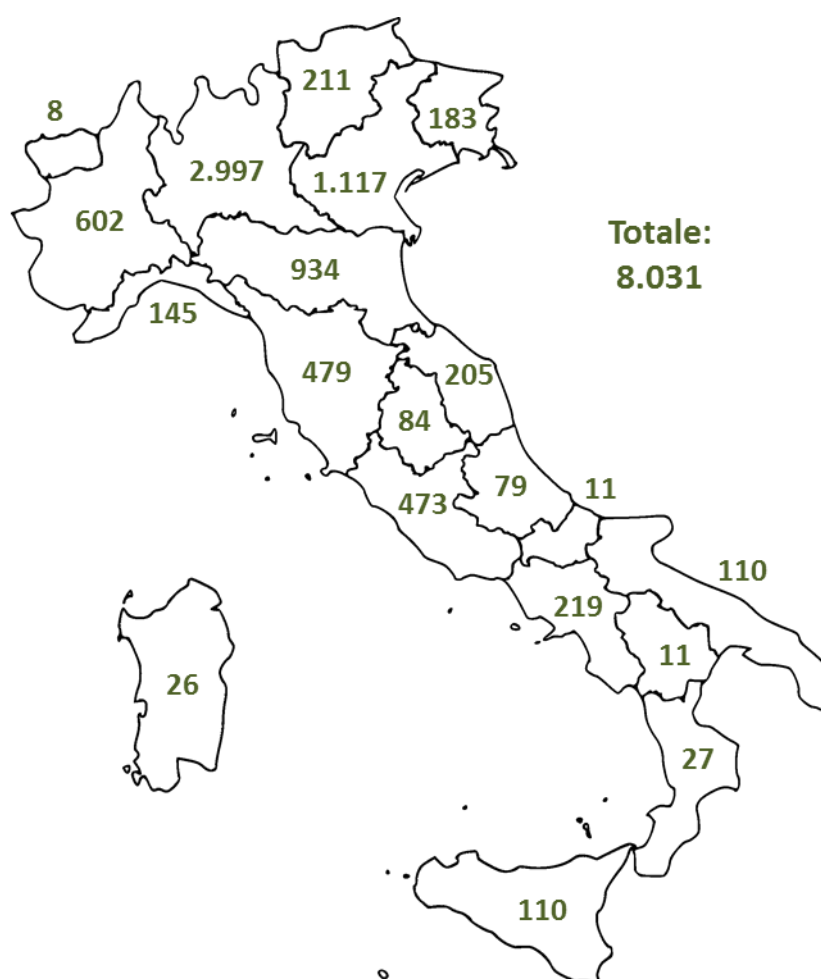
- 1) fatturato compreso tra 10 e 200 milioni di euro;

- 2) rapporto tra EBITDA (*earningsbeforeinterest, taxes, depreciation and amortization*) e fatturato maggiore del 5%;
- 3) rapporto tra debito e patrimonio netto minore di 3 volte;
- 4) rapporto tra debito ed EBITDA minore di 4 volte;
- 5) rapporto tra oneri finanziari ed EBITDA minore del 35%;
- 6) return on sales (ROS) maggiore del 2,5%.

Tali criteri vengono verificati in una fase di due-diligence posta in essere dal Fondo.

Sulla base di tali requisiti minimi sul territorio italiano si potrebbero identificare parecchie migliaia di aziende potenzialmente emittenti Mini Bond, come segue:

Figura 3: Distribuzione geografica delle società italiane con i requisiti minimi definiti per l'emissione di minibond



Fonte: Elaborazione su dati Aida, per società di capitali attive e su dati relativi ai bilanci 2012 con le seguenti caratteristiche: fatturato compreso tra 10 e 200 milioni di euro, EBITDA/fatturato maggiore di 5%, debito/patrimonio netto inferiore a 3, debito/EBITDA inferiore a 4, oneri finanziari/EBITDA inferiore a 35%, ROS maggiore di 2,5%

Oltre ai requisiti oggettivi citati, i fondi di investimento si focalizzano sui profili di gestione complessivi delle società, con particolare attenzione alla solidità e trasparenza della

struttura di governance, stabilità del management, credibilità e competenza organizzativa, struttura dei costi flessibili e strutture proprietarie trasparenti.

5 Caratteristiche delle emissioni

Lo schema di strutturazione dei minibond permette di modellare le caratteristiche dell'emissione in base alle esigenze aziendali. La durata è variabile tipicamente tra i 3 e i 7 anni con piani di rimborso in un'unica soluzione a scadenza (bullet) oppure con ammortamento o periodi di preammortamento. Il pagamento degli interessi può essere determinato in misura costante definendo una cedola fissa o in misura variabile, legando il tasso di interesse a un indice di riferimento, quale l'EURIBOR, con l'aggiunta di uno spread. La tendenza di mercato va verso tipologie di emissioni di grado *unsecured*, cioè non assistite da garanzie reali, anche se alcune istituzioni specializzate ed enti pubblici si stanno attrezzando per offrire servizi di prestito di garanzie finanziarie. Gli investitori richiedono che nel regolamento dell'emissione siano previsti dei *covenant*, cioè delle clausole vincolanti nella gestione aziendale che l'impresa è tenuta ad onorare. I *covenant* hanno l'obiettivo di preservare lo stato di solvibilità dell'emittente e di segnalare tempestivamente al creditore casi di deterioramento del merito creditizio, della redditività o della solidità patrimoniale. Nel caso i vincoli non siano rispettati, gli obbligazionisti hanno il diritto di rinegoziare i termini dell'emissione (ad esempio aumentando il tasso di interesse, il cosiddetto step-up) o di richiamare il capitale. I covenant possono essere estesi anche a società controllate. I più diffusi sono:

- Clausole di salvaguardia: l'impresa si impegna a non concedere pegni, ipoteche o garanzie reali sui propri beni materiali e immateriali, su propri crediti o su proprie attività finanziarie. Inoltre potrebbero essere previste restrizioni alla cessione di alcune attività o alla stipula di contratti di leasing. Può essere limitata anche la realizzazione di operazioni finanziarie che non siano state pianificate e concordate, e che risultino di impatto potenziale sulla situazione patrimoniale.
- Utilizzo dei proventi: i fondi raccolti tramite l'emissione devono essere destinati all'utilizzo secondo piani prestabiliti. Limiti quantitativi sono imposti su grandezze contabili, come ad esempio spese per investimenti per capitale (CAPEX).
- Cambio di controllo: gli investitori hanno il diritto di richiamare il capitale, eventualmente maggiorato di una penale, in caso di cambiamento nella struttura proprietaria.
- Dividendi: l'impresa accetta dei limiti nella distribuzione dei dividendi.
- Indebitamento: l'impresa si impegna a mantenere un livello di indebitamento stabile. I covenant tipicamente sono espressi indicando limiti su alcuni indici di bilancio (ad esempio rapporto tra debito ed EBITDA, rapporto tra debito e patrimonio netto o posizione finanziaria netta), monitorati a frequenze predefinite.
- Informazioni: gli investitori richiedono di redigere, oltre ai documenti di fine esercizio, anche dei bilanci intermedi semestrali e degli aggiornamenti del business plan. In caso di eventi significativi nella gestione aziendale o di comunicazioni da parte di autorità fiscali e giudiziarie deve essere data tempestiva informazione agli obbligazionisti.

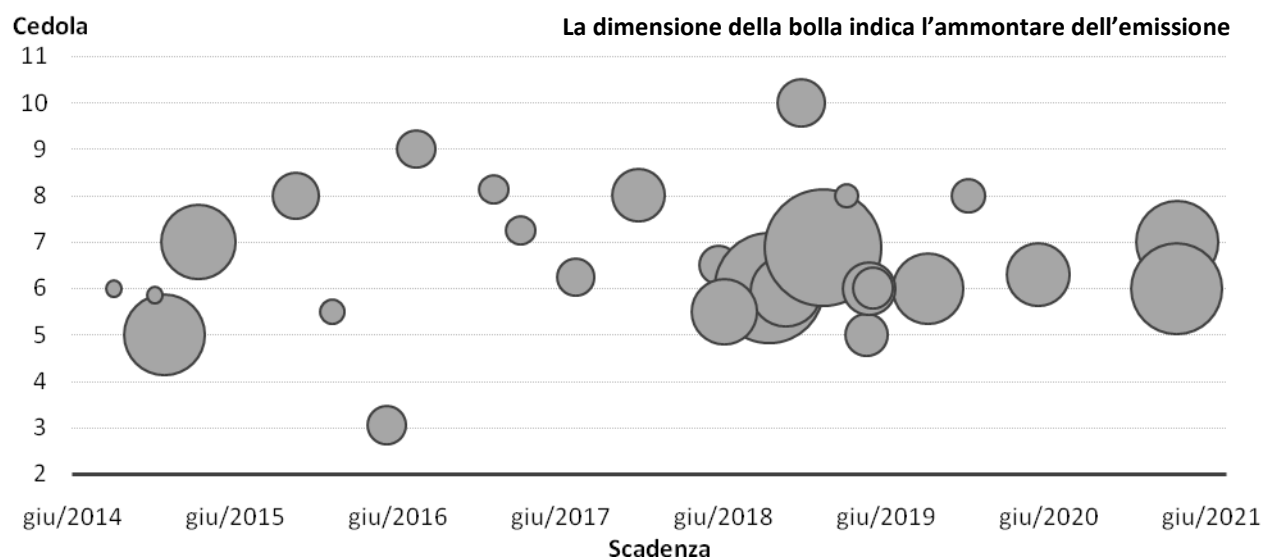
- Rappresentanza: gli investitori in alcune situazioni richiedono che un proprio rappresentante sia eletto come membro del collegio sindacale e di un altro organo di controllo della società.

A fronte dei *covenant*, spesso i minibond prevedono il diritto a favore dell'emittente di rimborsare anticipatamente il capitale (cosiddetta opzione call), a scadenze e prezzi concordati. L'accettazione dei *covenant* è un passaggio chiave dal punto di vista del processo di investimento e va gestito con un attento approccio "negoziale" nell'ambito della contrattazione del costo di emissione tra fondo di investimento ed impresa emittente. Il team di gestione di Anthilia SGR condivide il *Temsheet* di emissione, documento che racchiude le principali caratteristiche del prestito ma soprattutto il perimetro dei *covenant* richiesti, con l'impresa target fin dalle prime fasi del processo di selezione onde rendere da subito cosciente l'azienda delle diverse clausole di garanzia richieste dal mercato.

5.1 MERCATO SECONDARIO

Il mercato di minibond e dei titoli simili, a due anni dalla sua nascita, ammonta a qualche decina di nomi. Tra questi poco più di una trentina appartengono al segmento delle piccole e medie imprese.

Figura 4: Minibond di piccole e medie imprese quotati sul segmento ExtraMOT Pro (Giugno 2014)



Fonte: Borsa Italiana

Il mercato secondario è rarefatto e sostanzialmente illiquido. Sul segmento ExtraMOT Pro di Borsa Italiana si sono registrati scambi solo sporadicamente e per controvalori estremamente ridotti. La motivazione fondamentale è che gli operatori specializzati in minibond hanno logiche di investimento *buy and hold*. La crescente attenzione che le istituzioni territoriali e le imprese stanno dimostrando per questo strumento potrebbe far aumentare il numero di emissioni e attrarre altri investitori, anche esteri. In un tale scenario

il mercato secondario inizierebbe ad essere una vera piattaforma di scambio e l'avvio di un mercato secondario non sarebbe da escludere.

6 Investitori e Veicoli di Investimento

Dal punto di vista degli investitori il mercato dei minibond consiste in una nuova *assetclass* che per la prima volta si configura sul mercato italiano come de-correlata dalle classiche esposizioni ai mercati azionari ed obbligazionari concentrati sui grandi emittenti. Gli investitori istituzionali hanno l'opportunità di diversificare i loro portafogli con tipologie di attivi che offrano un efficiente rapporto tra rischio e rendimento, al costo di una minore liquidità. Molte categorie di investitori istituzionali sono stati poi stimolati anche dalla nuova normativa fiscale a impiegare proprie risorse nei Minibond.

L'avvicinamento degli investitori al mercato dei minibond avviene normalmente per il tramite di veicoli appositamente istituiti e specializzati nel fornire competenze e mezzi adatti a selezionare le migliori opportunità. In questo modo gli investitori acquistano un portafoglio di titoli, beneficiando degli effetti di diversificazione.

Le strutture o i veicoli di investimento dedicati ai minibond e titoli simili possono essere di tre tipi: *fondi chiusi* riservati a investitori professionali, *società veicolo* per la cartolarizzazione o *fondi interni* costituiti da assicurazioni. Tutte le alternative sono caratterizzate da un profilo di bassa liquidità, coerente con politiche di investimento *buy and hold*, cioè che consistono nella sottoscrizione degli strumenti al momento dell'emissione e il mantenimento in portafoglio fino alla naturale scadenza.

L'attuale grado di sviluppo del mercato secondario dei minibond è ancora insufficiente e non consentirebbe di liquidare gli investimenti prontamente all'occorrenza. Attualmente sembra prematuro istituire un veicolo ad alta liquidità, quali fondi aperti, che investano prevalentemente in obbligazioni di PMI. In futuro, auspicabilmente, l'aumento dei partecipanti a questo nuovo segmento del mercato del capitale di debito potrebbe garantire una liquidità sul secondario tale da rendere possibile l'investimento attraverso veicoli a liquidità medio-alta.

6.1 FONDI CHIUSI

I fondi chiusi, istituiti da società di gestione del risparmio (SGR) autorizzate, permettono di definire con la massima flessibilità le caratteristiche del veicolo e la politica di investimento. L'investitore che partecipa ad un fondo chiuso assume un impegno a versare capitali (cosiddetti richiami) su richiesta della SGR, fino al raggiungimento dell'importo impegnato, durante un determinato arco temporale solo quando si presentano opportunità di acquisto. Il fondo può distribuire proventi a scadenze predefinite ma restituisce interamente il capitale agli investitori solo al termine della sua durata. La politica di investimento è definita nel regolamento del fondo e tipicamente prevede limiti alle tipologie e alle caratteristiche degli strumenti ammessi, limiti di concentrazione settoriale, geografica e su singolo emittente. La prassi diffusa sul mercato prevede un limite di concentrazione del 10% su singolo emittente, un limite del 20% per ogni settore ed un rating minimo

dell'emittente pari alla classe B+. La durata ed il periodo di investimento possono essere definiti in funzione del portafoglio di riferimento e dei limiti alla politica di gestione, e variano indicativamente tra i 5 e i 10 anni. I fondi possono a loro volta sottoscrivere quote di altri fondi, definendosi in questo caso fondi di fondi.

Gli organi di governance di un fondo chiuso di questo genere sono rappresentati dal Consiglio di Amministrazione della SGR e tipicamente da un Comitato con poteri consultivi composto dai rappresentanti degli investitori o da esperti nella valutazione del merito creditizio. Il Consiglio di Amministrazione è l'organo responsabile di determinare le politiche di investimento, deliberare gli investimenti e monitorare i risultati del portafoglio. Il Comitato Consultivo, se previsto, svolge un ruolo di supporto alle decisioni del Consiglio di Amministrazione, fornendo pareri sugli investimenti, con carattere più o meno vincolante in base a quanto previsto nel regolamento del fondo. L'indipendenza della SGR rispetto agli investitori, alle società target ed agli eventuali advisor di emissione è un presupposto utile per garantire ex-ante un corretto assetto di governance del veicolo e per favorire un processo di selezione trasparente e concorrenziale rispetto alle iniziative di investimento proposte.

6.2 SPV E FONDI INTERNI

La seconda tipologia di veicoli per l'investimento in minibond e titoli simili è rappresentata dalle società veicolo, o *Special Purpose Vehicle* (SPV), per la cartolarizzazione, disciplinate dalla Legge 130/1999. La società veicolo è istituita allo scopo di acquisire delle attività a fronte dell'emissione di note, o *AssetBackedSecurity* (ABS), collocate presso gli investitori. A seguito del Decreto Destinazione Italia, le società veicolo possono acquisire una emissione di debito senza che l'operazione avvenga in blocco, permettendo quindi la selezione delle emissioni da inserire nell'attivo dell'SPV singolarmente. È possibile prevedere l'emissione di note "*partlypaid*" (pagate parzialmente) per permettere agli investitori di versare i capitali solo quando sono state effettivamente selezionate le opportunità di investimento. Sono inoltre previste diverse classi di ABS, con diversi diritti di priorità sulla restituzione del capitale, sulla distribuzione di proventi e quindi con diversi livelli di rischio, a beneficio di diverse categorie di investitori.

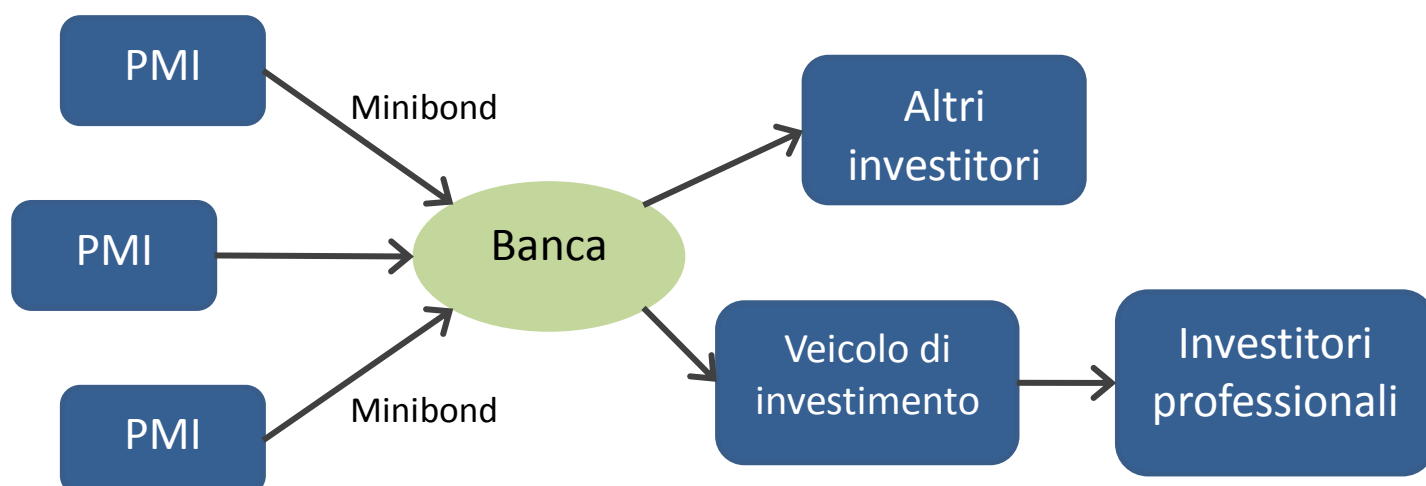
L'ultima tipologia di veicoli in esame è quella dei fondi interni costituiti da società di assicurazione a copertura delle riserve tecniche per i rami danni o come attività delle gestioni separate per i rami vita con prestazioni rivalutabili.

6.3 STRUTTURAZIONE DEL VEICOLO

Per le prime due tipologie di veicoli, l'operazione può essere promossa su iniziativa di una banca oppure su progetto di una società di gestione del risparmio. Nel primo caso un gruppo bancario seleziona attraverso la sua rete un insieme di PMI con certi requisiti stabiliti e potenzialmente interessate all'emissione di minibond. Successivamente la banca promuove l'istituzione di un veicolo (se si tratta di un fondo chiuso è necessario il supporto di una SGR, tipicamente legata alla banca) che sottoscrive le emissioni interamente o in parte, insieme ad altri investitori professionali. I partecipanti al veicolo possono essere investitori professionali o la stessa banca promotrice dell'iniziativa. In questo caso il gruppo

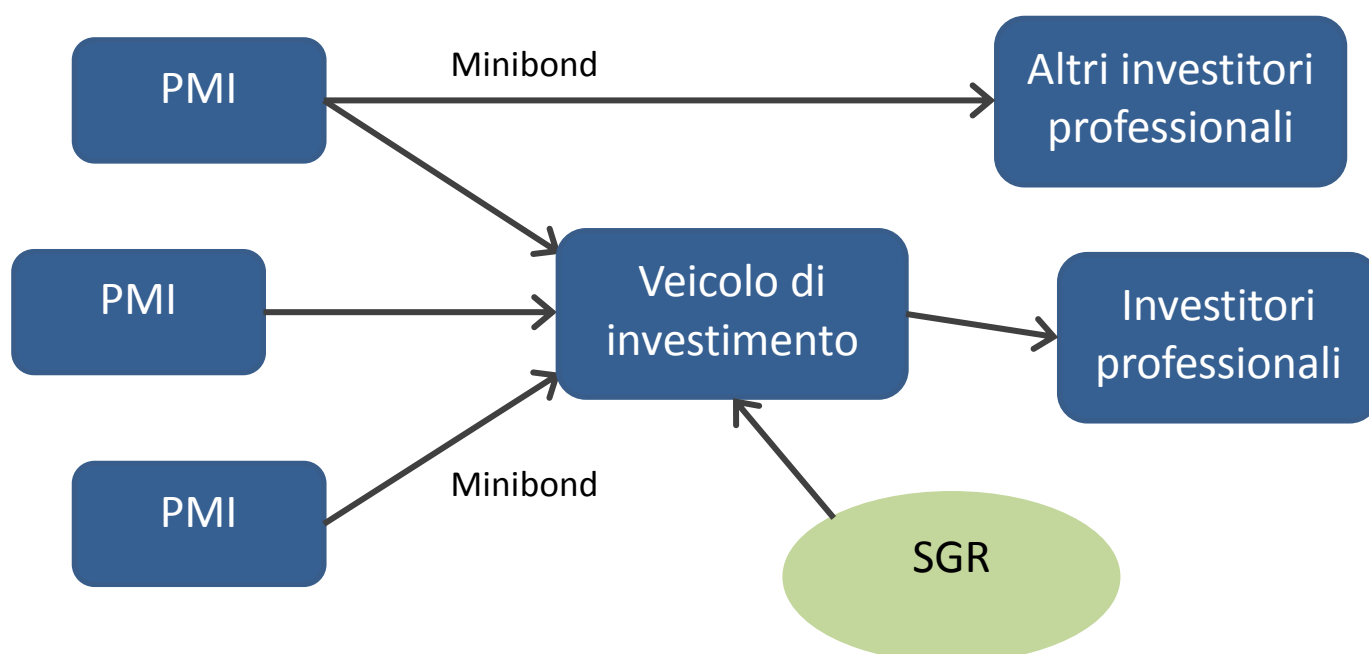
bancario assume il molteplice ruolo di strutturatore dell'operazione, originator e collocatore delle emissioni, gestore del portafoglio di titoli, nonché potenzialmente anche investitore nelle emissioni attraverso il veicolo.

Figura 5: Schema di esempio di un'operazione promossa da una banca



Nel caso in cui l'operazione sia promossa da una società di gestione del risparmio, indipendente da un gruppo bancario, le PMI emittenti sono selezionate dalla SGR stessa, tipicamente per il tramite di società di intermediazione, consulenti o piattaforme specializzate, in base a determinati requisiti. Il veicolo viene istituito e promosso presso investitori professionali interessati alla partecipazione. Le emissioni sono quindi sottoscritte dal veicolo interamente o in parte. I diversi ruoli, che nel caso precedente ricadevano sulla banca promotrice, sono distribuiti sui diversi soggetti coinvolti nell'operazione.

Figura 6: Schema di esempio di un'operazione promossa da una società di gestione del risparmio (SGR)



Sono nate sul mercato iniziative ibride tra i casi descritti. Ad esempio è possibile che l'operazione sia promossa da una banca che si avvale però di una SGR indipendente per la gestione del portafoglio, oppure che l'operazione sia promossa da una SGR indipendente che coinvolge una pluralità di banche come investitori nel veicolo e originator delle emissioni (è quest'ultimo il caso del fondo Anthilia BIT promosso da Anthilia Capital Partners SGR).

Lo schema di operazione promossa da un singolo gruppo bancario presenta alcuni punti di attenzione, legati soprattutto ai potenziali conflitti di interesse. La banca infatti svolge molteplici ruoli con obiettivi potenzialmente in conflitto. Il gestore del portafoglio ha la responsabilità di selezionare le emissioni che rappresentano gli investimenti più opportuni in termini di rischio e rendimento, ma l'originator delle emissioni con precedenti rapporti creditizi aperti con il potenziale emittente potrebbe essere a conoscenza di informazioni riservate sulla sua situazione economico-finanziaria. Nel caso più grave l'originator potrebbe essere interessato al rimborso della propria esposizione grazie ai capitali raccolti con la nuova emissione di minibond. Un soggetto che valuta invece in modo indipendente le diverse opportunità di investimento può assicurare, quantomeno a livello ex-ante, maggiore trasparenza.

7 Tassi e rendimenti degli strumenti

Il tema dei tassi di interesse applicati ai Mini Bond è senza dubbio un tema cruciale.

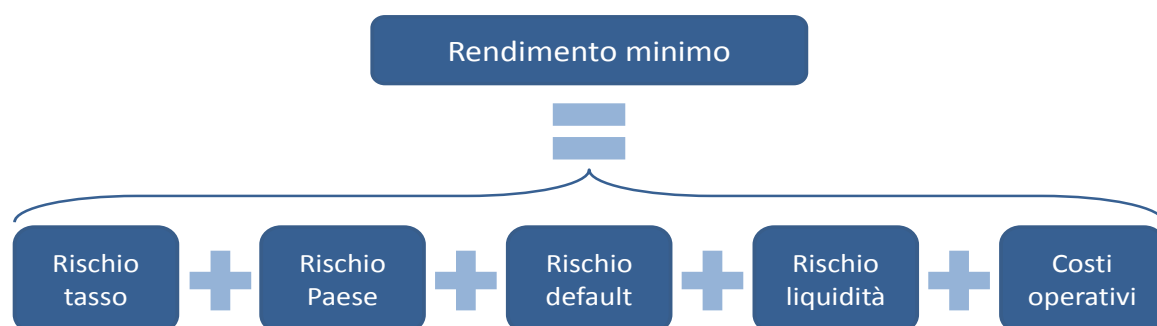
All'uopo è stato sviluppato un approfondimento per condividere i criteri di mercato alla base del calcolo dei tassi - e del conseguente rendimento minimo atteso - per procedere alla sottoscrizione di Mini Bond, ritenendo ciò elemento utile alle imprese per quantificare il costo di accesso a tale canale di finanziamento, complementare al debito bancario.

Ne è emerso che la metodologia più utilizzata dai sottoscrittori per determinare il modello di rendimento minimo richiesto, il cosiddetto *yield to maturity (YTM)*, dei titoli al momento dell'emissione si basa su un approccio di costruzione del tasso per elementi addizionali, che rappresentano i diversi rischi o oneri che devono essere remunerati o coperti.

I rischi che vanno misurati dai sottoscrittori e che concorrono a formare il tasso sono:

- Il *rischio di tasso* ossia il rischio che subiscono tutti i titoli obbligazionari, esposti per propria natura alle oscillazioni dei tassi di mercato. In particolare se si fa riferimento a obbligazioni emesse da imprese italiane è opportuno considerare anche l'addizionale rischio Paese, legato alle dinamiche e alle previsioni della congiuntura economica nazionale. Il parametro di mercato che incorpora i due rischi di tasso e Paese è rappresentato dalla curva dei rendimenti, gli *yield to maturity*, delle obbligazioni governative italiane per diverse scadenze.
- Il *rischio di insolvenza* (o rischio default) ossia la remunerazione per le perdite attese in conto capitale, calcolato combinando la frequenza attesa di default (*Probability of Default* o PD), che dipende dal rating dell'emittente, la perdita attesa in caso di default (*LossGiven Default* o LGD), che dipende dal grado di subordinazione dell'emissione, e l'esposizione attesa al momento del default (*Exposureat Default* o EAD), che dipende dal piano di rimborso del debito. Per le emissioni che prevedono il rimborso del capitale in un'unica soluzione a scadenza l'EAD è pari al 100%, mentre in caso di rimborso con ammortamento il valore è più ridotto. Le probabilità di default e le LossGiven Default adottate vengono in genere stimate in base a dati storici: in questo caso è essenziale che il campione di analisi sia il più rappresentativo possibile delle piccole e medie imprese che operano sul territorio nazionale in base alla curva delle perdite attese per i diversi livelli di rating assegnati all'emittente.
- Il *rischio di liquidità*, ovvero il rischio di non poter smobilizzare il minibond fino a scadenza, se non al costo di un forte sconto sul prezzo di vendita. Questo margine è difficile da stimare proprio perché non sono disponibili dati di mercato o dati storici su cui basarsi. L'approccio degli investitori è quello di fornire una stima per diversi livelli di rating dell'emittente, ed eventualmente diverse scadenze dello strumento.

A ciò non va dimenticata la richiesta dell'investitore di assicurare la copertura di tutti i costi operativi legati al veicolo di investimento stimati in base alle caratteristiche dello stesso (struttura di selezione, consulenze legali, etc.).

Figura 7: Schema di costruzione del rendimento minino

Dati quindi le caratteristiche dell'emissione, in termini di scadenza e grado di subordinazione ed il rating dell'emittente è possibile stimare le cinque componenti descritte, la cui somma rappresenta il rendimento minimo richiesto dall'investitore per sottoscrivere minibond o titoli similari. Il rendimento finale di un minibond sarà poi anche il risultato di una negoziazione tra le parti riguardo a covenant più o meno stringenti e riguardo diritti di opzione impliciti nello strumento. Nel caso di covenant stringenti con opzione put a favore dell'investitore che permettono all'emittente di discostarsi solo marginalmente dal business plan concordato, il rendimento finale sarà in linea con il rendimento minimo. Nel caso di covenant poco stringenti o con opzioni call a favore dell'emittente, il rendimento richiesto dall'investitore può essere più elevato del minimo.

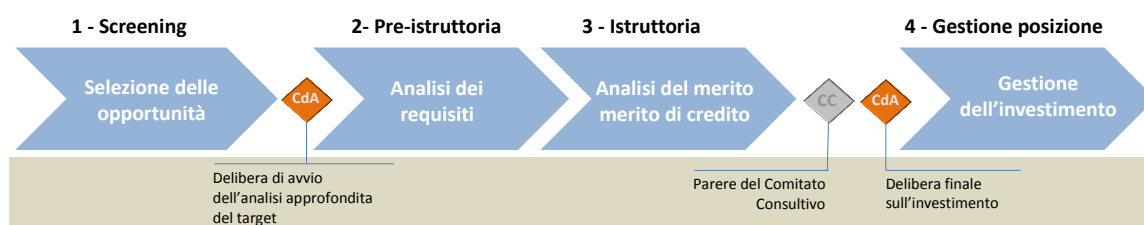
8 Il Processo necessario per l'emissione di Mini Bond

Una società che intende emettere Mini Bond deve superare con l'investitore (SGR o Banca) un processo strutturato su più fasi.

Dal confronto avuto con Anthilia SGR si è potuto riscontrare che un processo (e in particolare quello da loro seguito) identifica alcune fasi riconducibili ad alcuni momenti fondamentali:

- *Una fase di Screening*
- *La due diligence* (fase pre-istruttoria ed istruttoria)
- *La gestione della posizione a regime*

Figura 8: Schema di un processo di investimento



8.1 FASE 1 - SCREENING

La società emittente deve sottoporsi ad un accertamento preliminare, nella quale viene accertato il possesso o meno dei requisiti minimi per partecipare alla iniziativa di emissione di Minibond.

Nella fase di screening assumono particolare importanza il rispetto di criteri economici e patrimoniali di base e la completezza e la qualità della documentazione per la presentazione della candidatura. Attraverso l'analisi dei requisiti quantitativi e della documentazione iniziale il team di gestione effettua una prima valutazione sull'opportunità o meno di procedere con la *due diligence*.

I criteri economico patrimoniali di base stabiliti dal processo di investimento del fondo Anthilia BIT (in linea con i processi di selezione di altre realtà del mercato) devono rappresentare un'azienda "sana". Tale è definita una realtà produttiva dove gli indici patrimoniali assumono valori coerenti con la continuità aziendale, in grado cioè di sostenere un piano di impegni finanziari legati ad un nuovo progetto industriale.

La lista dei requisiti di bilancio quantitativi è la seguente:

- 1) fatturato compreso tra 10 e 200 milioni di euro;
- 2) rapporto tra EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) e fatturato maggiore del 5%;
- 3) rapporto tra debito e patrimonio netto minore di 3 volte;
- 4) rapporto tra debito ed EBITDA minore di 4 volte;

- 5) rapporto tra oneri finanziari ed EBITDA minore del 35%;
- 6) *return on sales* (ROS) maggiore del 2,5%.

I requisiti informativi vengono verificati acquisendo una lista di documenti in base ad uno schema di *Information Memorandum* che guida l'intero processo di selezione dell'emittente (dallo screening alla delibera di investimento finale del Consiglio di Amministrazione) e di cui si riportano quelli essenziali:

- Dati anagrafici
- Storia della società e del gruppo
- Descrizione dell'attività e delle linee di business
- Struttura del gruppo
- Perimetro di consolidamento
- Struttura azionaria
- Sistema di governance e principali cariche societarie
- Organigramma e composizione degli organi societari
- Risorse umane (dipendenti e progetti di sviluppo o ridimensionamento)
- Società di revisione
- Mercati di riferimento (per vendita e approvvigionamento)
- Elenco principali clienti e fornitori (ultimi 3 anni)
- Modello di business (modello produttivo, modello distributivo, posizionamento competitivo e strategie)
- Dettagli sui progetti di finanziamento (obiettivi strategici, azioni previste e tempistiche, copertura finanziaria)
- Bilanci ultimi 3 anni
- Certificazione ultimo bilancio
- Visura struttura societaria (holding, partecipazioni, ecc.)
- Visura struttura proprietaria (soci, azionisti, ecc.)
- Visura protesti (soci e principali cariche societarie)
- Certificato penale e dei carichi pendenti (soci e principali cariche societarie)
- Attestazione possibilità di emissione di titoli di debito (nel caso di SRL)
- Condizioni indicative di emissione (dimensione emissione, durata, cedola)

8.2 FASE 2 - PRE-ISTRUTTORIA

Superata la fase di *screening* si entra in una fase più approfondita dove tutte le informazioni relative all'emittente sono rese disponibili alla SGR e analizzate in dettaglio.

Il passaggio dalla fase di *screening* a quella pre-istruttoria richiede tuttavia una preventiva approvazione da parte del CdA, prima di avviare la due diligence, valuta infatti un insieme di elementi oggettivi e soggettivi legati all'emittente, onde poter eventualmente porre uno "stop" al processo ove i requisiti per la candidatura non risultino adeguatamente soddisfatti, evitando così dispendi di energie e risorse sia per l'emittente, sia per la SGR.

Qualora ottenuto il parere favorevole del CdA al termine della fase di *screening*, le attività di analisi dell'emittente proseguono con le fasi pre-istruttoria ed istruttoria che rappresentano due momenti complementari del processo di due diligence.

Il team di gestione acquisisce ulteriori informazioni sulla società target e sul settore di riferimento anche attraverso contatti informali con esperti di settore.

In particolare in questa fase il team di gestione:

- verifica l'impatto del prospettato investimento sul portafoglio in essere;
- firma eventuali accordi di esclusiva e lettere d'intenti;
- coordina ed analizza le risultanze delle due diligence contabile, legale, ambientale, fiscale, di business e, ove applicabile, antiriciclaggio;
- effettua, anche con l'ausilio di consulenti esterni, le due diligence strategica, contabile, legale, fiscale e di business;
- effettua incontri con il management della società oggetto di analisi e visite ai siti produttivi;
- elabora una bozza della struttura dell'operazione da condividere con il potenziale emittente, individuando la tipologia di strumento finanziario oggetto di investimento, scadenza e condizioni.

L'analisi della società è costruita tenendo conto di diversi aspetti legati all'operatività aziendale ed al contesto di mercato, in base alla sintesi sotto riportata.

Figura 9: sintesi delle dimensioni di analisi

Contesto di mercato • Crescita PIL • Disoccupazione e inflazione • Tensioni su materie prime • Fase del ciclo del credito • Contesto politico • Scenario sui cambi	Management e proprietà • Professionalità ed esperienza • Trasparenza catena di controllo • Parti correlate • Criteri selezione del management • Track record delle figure chiave • Processi decisionali e operativi	Solidità patrimoniale • Debito/Patrimonio Netto • Debito/Total Attivo • Debiti a breve/Debiti a lungo termine • Posizione finanziaria netta/EBITDA • Incidenza garanzie e leasing • Contenziosi legali pendenti
Rischio industriale • Contesto competitivo • Stabilità della domanda • Difendibilità dei margini • Nuove tecnologie emergenti • Evoluzione filiera di produzione • Flessibilità produttiva	Qualità contabile • Stabilità criteri di valutazione • Valutazione intangibili • Valutazione magazzino • Ammortamenti • Imposte differite e anticipate • Impegni extra-bilancio (leasing) • Ratei, risconti e	Cashflow • EBITDA/Debito • Oneri finanziari/EBITDA • Flussi di cassa netti/Debito • Flussi di cassa netti/Investimenti • Quick ratio e Acid Ratio • Giorni medi incasso fatture attive rispetto
Dimensione emittente • Fatturato • Quote di mercato • Diversificazione linee di business • Diversificazione geografica • Attività non-core liquidabili • Dipendenza dai fornitori • Concentrazione clientela	Solidità del business • EBITDA e margini su EBITDA • ROTA, ROCE, ROE • Crescita vendite, EBITDA, EBIT • Margine di contribuzione • Incidenza costi fissi su fatturato • Livello CAPEX	Business Plan • Coerenza strategica • Profittabilità prospettica • Sostenibilità patrimoniale • Qualità dell'iniziativa • Affidabilità comunicazione periodica • Valutazione dei covenants

Il team di gestione della SGR elabora quindi una sintesi della candidatura con:

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

Tale attività (*due diligence*) viene condotta attraverso riscontri oggettivi dei dati di bilancio e delle informazioni societarie, visite ai siti produttivi dell'azienda e analisi del contesto competitivo del mercato di riferimento della Società.

8.3 FASE 3 – ISTRUTTORIA + EVENTUALE SOTTOSCRIZIONE DEL MINI BOND

Se i riscontri contabili effettuati, le visite ai siti produttivi e l'impianto complessivo dell'iniziativa progettuale è giudicato coerente agli obiettivi del fondo, il team di gestione procede con la fase istruttoria, caratterizzata in genere dal coinvolgimento di una agenzia di rating. Fra le agenzie di rating indipendenti attive sul mercato CRIF Rating Agency è la prima agenzia di rating italiana ad emettere rating regolamentari e riconosciuti a livello europeo, avendo ottenuto, in data 23 dicembre 2011, la registrazione come Credit Rating Agency (CRA) da Consob – Autorità Competente per l'Italia – e da ESMA – la nuova Autorità Europea per i mercati finanziari.

Dopo avere fornito il materiale all'Agenzia di Rating e aver ottenuto dalla stessa il rating, si passa alla fase della negoziazione tra la SGR e l'emittente delle condizioni del prestito, dei *covenant*, del tasso di interesse di riferimento e alla definizione di tutti gli elementi ulteriori per giungere alla predisposizione del documento di emissione ufficiale dei MiniBond, da presentare a Borsa Italiana in sede di quotazione dello strumento.

Definiti i contenuti essenziali anche con le funzioni di supporto della SGR (RiskManagement, Compliance e Audit), preso atto di tutti i potenziali conflitti di interesse emergenti dall'operazione e validati gli aspetti normativi e regolamentari viene predisposta la Relazione Informativa riepilogativa dell'operazione, documento che serve per presentare l'operazione in esame al Comitato Consultivo.

Il Comitato Consultivo (anche chiamato *AdvisoryBoard*) è un organo rappresentato dai principali investitori del Fondo e serve a fornire un parere tecnico sull'iniziativa di investimento, grazie all'ausilio delle professionalità specifiche fornite dai vari membri, tutti espressi da primarie realtà indipendenti nel mondo dell'investimento finanziario. Il Comitato Consultivo è composto in genere da soggetti non legati tra loro da rapporti di azionariato e portatori di interessi diversificati e esterni all'investimento nel Fondo. Prende parte al Comitato –pur senza diritto di voto– qualche membro del team di gestione della SGR con finalità di fornire un supporto informativo e organizzativo. Il parere che viene rilasciato dal Comitato Consultivo, dopo avere esaminato anche eventuali situazioni di

conflitto di interesse sull'investimento con soci, amministratori e/o dipendenti della SGR, è obbligatorio per il Consiglio di Amministrazione della SGR, seppur non vincolante sull'investimento.

Non è infrequente il caso che il Comitato possa validare il processo richiedendo tuttavia maggiori approfondimenti informativi in relazione all'emittente o suggerisca vincoli più stringenti all'assetto dei covenant previsti per l'operazione. Può altresì, ove ritenuto necessario, esaminare tutta la documentazione di dettaglio disponibile presso la SGR relativa all'attività di due diligence.

Solo dopo avere acquisito il parere del Comitato Consultivo il CdA della SGR analizza la Relazione Informativa ed il documento di sintesi delle condizioni di emissione, verifica l'assenza di profili di rischio non coerenti con la politica di investimento del fondo e con i limiti di investimento normativi e regolamentari sulla base delle relazioni del Risk Management e della funzione di Compliance. Vengono acquisiti i verbali del Comitato Consultivo con i pareri espressi dai relativi membri sull'investimento utili ad integrare il quadro di valutazione dell'iniziativa con pareri di qualificato profilo professionale ed espressione di sensibilità "diversificate" della compagine degli investitori principali.

In caso di esito positivo della fase di analisi e valutazione dell'emittente, il Consiglio di Amministrazione delibera l'effettuazione dell'operazione sulla base della Relazione Informativa presentata dal team di gestione ivi inclusi i pareri delle funzioni di controllo. In tale circostanza dà mandato al Responsabile Area Gestione Fondi Chiusi di procedere alla predisposizione della documentazione legale per l'ammissione alla negoziazione su Borsa Italiana.

Una volta sottoscritta l'obbligazione si avvia la fase di monitoraggio dell'investimento da parte del team di gestione sino alla scadenza naturale dell'obbligazione.

8.4 FASE 4- GESTIONE DELL'INVESTIMENTO O POSIZIONE

La gestione dell'investimento rappresenta una fase non meno importante rispetto al processo di selezione. I flussi informativi necessari alla SGR nella fase di gestione dell'investimento si articolano secondo due direttrici:

- un flusso di informazioni standard legate al pagamento delle cedole, alla redazione dei bilanci annuali, all'eventuale esercizio delle opzioni call;
- un flusso di informazioni sull'andamento di gestione (trimestrale di cassa, andamento delle vendite, interruzioni di produzione rilevanti, ecc.) stabiliti in sede di definizione dei covenant in funzione del business, della dimensione e delle capacità organizzativa dell'emittente.

Il team di gestione instaura un rapporto "dinamico" con le società oggetto di investimento, così da poter intervenire tempestivamente e preventivamente laddove dovessero insorgere delle situazioni di criticità. Effettua un costante monitoraggio dell'andamento economico e patrimoniale sulla base di incontri periodici con il management e verifica il rispetto degli impegni contrattuali, con particolare riferimento al mantenimento di indici patrimoniali e reddituali concordati in linea con la sostenibilità del debito.

Casi di temporanea insolvenza da parte dell'emittente nel pagamento degli interessi o dei rimborsi di capitale sono suscettibili di sanzioni contrattuali attraverso cosiddetti step-upsulle cedole così come stabiliti in sede di definizione di covenant. Nei casi più gravi di conclamata insolvenza il Consiglio di Amministrazione della SGR procede a verificare se vi siano possibilità di ristrutturazione del debito secondo un approccio concordato con l'azienda insolvente o se vi siano gli estremi per adire le procedure concorsuali di legge. La recuperabilità dell'investimento dipende dalla presenza di eventuali garanzie finanziarie stipulate in sede di emissione attraverso un garante, oppure avvalendosi del privilegio speciale sui beni mobili, ove previsto, o ancora in base alla recuperabilità del debito sulla base dell'attivo di liquidazione.

9 Ruolo dell'agenzia di rating

Il ruolo del rating nel contesto della valorizzazione dei minibond è fondamentale per costruire una filiera di interesse per i mercati dei capitali. L'importanza di un giudizio indipendente ed "aggiuntivo" rispetto all'analisi effettuata dal team di gestione della SGR è infatti elemento essenziale.

Alla società di rating vengono sottoposti i bilanci approvati della società target degli ultimi 3-5 anni e i dettagli del business plan associato all'iniziativa di emissione. Sulla base dei riscontri effettuati e dell'ampio campione statistico gestito da CRIF (statistiche sui default e statistiche su bilanci di società di pari settore) viene comunicato un rating che sarà preso come punto di riferimento per negoziare il rendimento richiesto dell'obbligazione con la società target. Il rating in particolare incide sulla componente del rendimento legata alle probabilità di default che determina un costo implicito per l'investitore e deve essere opportunamente tenuta in considerazione nell'identificazione del rendimento minimo richiesto per l'emissione.

Qualità del rating e certificazione delle agenzie che li emettono sono elementi chiave nella filiera del mercato del capitale di debito. Il Regolamento CE 1060 del 16 settembre 2009 ha modificato significativamente il contesto normativo nel quale operano le agenzie di rating, cercando di mitigare i conflitti di interesse, di garantire qualità nei rating creditizi e trasparenza nei processi di assegnazione dei giudizi.

La normativa ha introdotto l'obbligo di registrazione come Credit Rating Agency (CRA) per tutte le agenzie che operano o che intendano operare nell'Unione Europea. La registrazione comporta un complesso procedimento formale, nell'ambito del quale le agenzie devono osservare elevati standard organizzativi e di governance che garantiscano l'integrità, l'obiettività e la trasparenza del processo di rating. Il regolamento prevede anche che le agenzie di rating siano soggette a vigilanza da parte dell'ESMA (European Securities and Markets Authority), l'organismo europeo che ha il compito di assicurare un corretto e trasparente funzionamento del mercato. Nel contesto del fondo Anthilia BIT, il team di strutturazione si è rivolto a CRIF Rating Agency che assicura due importanti requisiti: l'ottima copertura territoriale delle informazioni relative agli emittenti e la certificazione ESMA. L'utilizzo sistematico dell'agenzia indipendente garantisce l'indipendenza nel giudizio di rating rispetto al team di valutazione del fondo e costi contenuti per gli emittenti. L'elemento di contenimento dei costi è ottenuto sfruttando le economie di scala

di cui l'agenzia dovrebbe beneficiare sulla base dei diversi emittenti analizzati nel corso della vita del fondo stesso.

9.1 TIPOLOGIE DI RATING

Nell'ambito dell'operatività del fondo è previsto un passaggio obbligatorio nel processo di investimento per l'assegnazione di rating da parte dell'agenzia indipendente CRIF. L'assegnazione del rating è prevista nel corso dell'attività di due diligence del team di gestione della SGR ed integra la valutazione da parte di quest'ultimo sul merito di credito dell'emittente.

Le tipologie di rating offerte da CRIF si dividono in due categorie:

- *Rating unsolicited*: sono comunicati ai clienti che sottoscrivono il servizio e, in via preventiva, alle entità valutate, che possono verificare l'esattezza dei dati e segnalare (entro 48 ore dalla ricezione della comunicazione del rating e utilizzando apposito modulo di rettifica dei dati) eventuali errori materiali nelle informazioni utilizzate per il rating. Il risultato del processo di rating unsolicited è rappresentato da:
 - a. Rating report approfondito contenente il risultato dei diversi ambiti di valutazione ed il giudizio espresso dal dipartimento di Rating riguardo ai vari aspetti industriali, finanziari e di posizionamento competitivo oggetto di analisi;
 - b. Dossier analitico istruttorio contenente le informazioni di dettaglio utilizzate per arrivare al giudizio di rating.
- *Rating solicited*: sono richiesti dall'entità valutata o da terze parti collegate e vengono diffusi al pubblico attraverso il sito web ufficiale di CRIF. Il processo di attribuzione dei rating solicited si caratterizza per la forte interazione tra gli analisti di rating ed il management dell'entità valutata. Il rating viene attribuito al termine di una due diligence nell'ambito della quale vengono acquisite e verificate una serie di informazioni fornite dall'impresa, con particolare riferimento alle strategie aziendali e agli aspetti specifici di business risk, financialrisk e corporate governance.

La tipologia di rating che riguarda l'operatività di Anthilia BIT è quella dei rating unsolicited che prevedono una stretta interazione fra emittente, team di gestione della SGR e CRIF nel reperimento e formalizzazione dei dati e nel monitoraggio delle informazioni relative al merito creditizio nel corso della vita dell'obbligazione.

9.2 PROCESSO DI ASSEGNAZIONE DEL RATING

Dopo la richiesta formale del team di gestione, fatta in nome e per conto del fondo, presso l'Agenzia di rating si attiva il processo di assegnazione del rating per gli emittenti selezionati.

All'interno di CRIF il responsabile della divisione dedicata ai servizi di rating verifica l'identità dell'azienda emittente ed incarica un team specifico il progetto di rating. In questa circostanza il responsabile del team di analisti di CRIF verifica i potenziali conflitti di

interesse tra agenzia di rating ed emittente e verifica che l'assegnazione del lavoro rispetti i principi di terzietà e la policy sui conflitti di interesse internamente approvati.

La valutazione da parte del team di CRIF ha inizio con l'analisi di un file in cui sono riepilogati i dati quantitativi dei bilanci storici utili ad un primo giudizio quantitativo sullo stato di salute e solvibilità dell'azienda. Questa sezione è popolata con l'aiuto dell'azienda emittente supportata dal team di gestione della SGR. Le informazioni in questo contesto sono raggruppate in tre categorie: informazioni generali, bilancio individuale e bilancio consolidato se disponibile.

Figura 10: Esempio di schema di bilancio consolidato (CRIF)

BILANCI ORDINARI D'ESERCIZIO				
STATO PATRIMONIALE ATTIVO	31/10/2009	31/10/2010	31/10/2011	NOTE
A. CREDITI VERSO SOCI				
CREDITI VERSO SOCI di cui parte richiamata				
B. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI				
B.I. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI				
B.I.1. Costi di impianto ed ampliamento				
B.I.2. Ricerca e sviluppo				
B.I.3. Brevetti				
B.I.4. Concessioni e licenze				
B.I.5. Avviamento				
B.I.6. Immobilizzazioni in corso ed acconti				
B.I.7. Altre				
Fondo ammortamento immobilizzazioni immateriali e svalutazioni				
B.II. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI				
B.II.1. Terreni e fabbricati				
B.II.2. Impianti				
B.II.3. Attrezzature industriali				
B.II.4. Altri beni				
B.II.5. Immobilizzazioni in corso ed acconti				
Fondo ammortamento immobilizzazioni materiali e svalutazioni				
B.III. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE				
B.III.1. Totale Partecipazioni				
B.III.1.a) Partecipazioni in controllate				

Una volta compilata questa prima parte del file il team di CRIF procede ad una verifica di coerenza dei dati, controlla cioè se vi siano alcune informazioni con errori "palesi" di inserimento (ad esempio voci negative dello stato patrimoniale o grandezze di bilancio tecnicamente non coerenti tra di loro).

Approvato lo schema di bilancio storico ed accertata la presenza di tutte le informazioni preliminari essenziali il team di CRIF assegna un primo Rating Automatico Provvisorio (RAP) che può essere utile al team di gestione come punto di riferimento iniziale nel processo di valutazione dell'emittente.

Una volta terminata la fase di analisi dei bilanci storici si procede all'alimentazione della seconda parte del file di analisi di CRIF: informazioni sul business plan, dettaglio dei ricavi, dettaglio dei finanziamenti e dettaglio dei leasing. In questa sezione si collazionano le informazioni chiave relative al business plan, informazioni di dettaglio sulle poste fuori bilancio ed uno spaccato delle varie forme di indebitamento dell'azienda. L'ultimo set informativo riguarda la Centrale Rischi di Banca d'Italia.

Una volta che le informazioni sopra descritte sono completate, il team di analisti di CRIF sottopone il bilancio prospettico ricavato dalla proiezione del business plan a vari scenari di stress, ed effettua valutazioni settoriali e di posizionamento competitivo dell'azienda

target. L'agenzia di rating ha perfezionato 7 tipologie diverse di schemi di valutazione in base ai diversi contesti settoriali in cui operano le PMI italiane:

- Industria e commercio all'ingrosso con valore della produzione inferiore o pari a 2,5 milioni di euro
- Commercio al dettaglio con valore della produzione inferiore o pari a 2,5 milioni di euro
- Commercio (ingrosso e dettaglio) con valore della produzione superiore a 2,5 milioni di euro
- Industria con valore della produzione superiore a 2,5 milioni di euro
- Edilizia con valore della produzione inferiore a 10 milioni di euro
- Immobiliare (senza soglia dimensionale) ed edilizia con valore della produzione superiore a 10 milioni di euro
- Servizi (senza soglia dimensionale)

Il valore della produzione di riferimento è quello dell'ultimo bilancio disponibile, ossia con data di presentazione più recente. Il codice ATECO utilizzato è quello dello schema 2007 a 2,3 o 4 cifre.

Dopo la valutazione di tutte le informazioni e le valutazioni del team di analisti di scenario, settore e stress test, CRIF assegna un rating che viene comunicato al team di gestione del fondo Anthilia BIT ed alla società emittente. L'informazione del rating è riservata alla SGR ed all'impresa emittente e non è divulgabile al di fuori di questi due soggetti. L'analisi del merito di credito dell'impresa prende in considerazione il rischio Paese, il settore di attività, il posizionamento competitivo e concorrenziale e le strategie di business in termini di coerenza rispetto al posizionamento ed alle informazioni rinvenibili dai dati di bilancio storici e prospettici.

I rating ufficiali sono sottoposti a monitoraggio permanente e vengono prontamente aggiornati in presenza di variazioni significative nelle componenti valutate. La procedura di riesame del rating può essere attivata per:

- disponibilità di nuovi bilanci o variazioni significative riferite ad altre informazioni;
- su iniziativa dell'analista o dalle persone che approvano il rating;
- per revisione dei criteri, dei modelli o delle ipotesi principali utilizzate.

L'attività di monitoraggio dell'emittente è condotta in maniera continuativa anche attraverso il controllo delle informazioni presenti su EURISC. Le informazioni sulla base delle quali il rating potrebbe essere rivisto sono quelle pubbliche riconducibili a:

- notizie sulla stampa riguardo l'emittente;
- informazioni finanziarie diramate da canali ufficiali;
- dati di mercato nel caso di imprese quotate.

Oppure possono essere informazioni di natura privata che riguardano eventi relativi all'emittente quali:

- modifiche alla struttura del passivo;
- operazioni di carattere straordinario;
- cambiamenti nell'assetto proprietario o di controllo;

- modifiche alle strategie di business.

In ogni caso l'analista contatta periodicamente il soggetto valutato per avere aggiornamenti sull'andamento del business specificatamente agli aspetti che in fase di valutazione erano stati individuati come elementi chiave nell'assegnazione del rating. Il monitoraggio della gestione aziendale può portare ad un *creditwatch* o ad una *credit action* con una modifica del rating. In questo caso l'agenzia dà prontamente informativa al team di gestione della SGR ed all'emittente stesso riguardo l'avvenuta modifica di rating.

Il team della SGR in funzione della situazione e dei covenant concordati in sede di emissione esprime il proprio parere al Consiglio di Amministrazione della SGR, per esempio se dar corso o meno ad azioni specifiche nei confronti dell'emittente in relazione al possibile ulteriore deterioramento del merito di credito o in relazione ad altre considerazioni specifiche del contesto. Il CdA della SGR delibera successivamente se procedere o meno e con quali modalità.

L'elemento caratterizzante del processo di investimento è quello di essere alimentato da quattro meccanismi di valutazione indipendenti. Da una parte c'è l'analisi quantitativa di CRIF, agenzia autorizzata ESMA, dotata di un processo e di risorse strutturate e specializzate nell'attività di valutazione. Dall'altra c'è il team di gestione della SGR, che valuta la stessa base dati ma effettua delle proiezioni di scenario e di valutazione competitiva in funzione di ipotesi e ragionamenti diversi e non "collegati" al processo di valutazione interno al team di analisti di CRIF. Il terzo soggetto è rappresentato dal gruppo di banche, principali investitori del fondo, che all'interno del Comitato Consultivo valutano ciascuna iniziativa e sottopongono l'emittente ad analisi approfondita alla luce delle proprie informazioni più aggiornate sull'emittente e di altre valutazioni dal punto di vista di un'azienda di credito. Quarto soggetto coinvolto è il Risk Management della SGR che sottopone l'intero iter di selezione ad una verifica di coerenza con il processo descritto ed al rispetto delle linee guida illustrate in sede di lancio del fondo a garanzia degli investitori ed a supporto del CdA della SGR.

10 Il ruolo degli advisor

L'advisor finanziario è quel soggetto professionale che supporta l'azienda nell'iniziativa di emissione obbligazionaria a partire dall'analisi dei requisiti di base per la presentazione del progetto di sviluppo industriale sino al supporto nelle attività legate alla quotazione dello strumento ed alla sottoscrizione. L'advisor finanziario rappresenta un attore fondamentale nella filiera del mercato dei minibond in quanto guida il processo di comunicazione tra azienda emittente ed investitore. All'advisor è demandato anche il compito di evidenziare con opportune azioni di comunicazione e supporto informativo la solidità aziendale dell'impresa target ed il valore del progetto industriale legato all'iniziativa di emissione. La predisposizione di una corposa e dettagliata documentazione è alla base del processo di selezione ma per le piccole e medie imprese può rappresentare uno sforzo produttivo che richiede energie, tempo e talvolta anche sensibilità non sempre alla portata di una piccola realtà produttiva.

L'advisor finanziario si interfaccia con il team di gestione del fondo di investimento e fornisce tutte le informazioni che la fase di screening e di istruttoria richiedono approfondendo eventuali tematiche giudicate critiche dal team della SGR onde colmare qualsiasi eventuale ritardo informativo ravvisato dal team di analisti. In questo contesto l'advisor svolge un ruolo chiave nel supporto alla costruzione di un business plan dettagliato, credibile e trasparente in relazione ai ragionevoli obiettivi di espansione produttiva pianificata nel progetto di emissione.

Nell'esperienza del fondo Anthilia BIT, il business plan ed il progetto industriale associato costituiscono un elemento essenziale dell'iniziativa di emissione, in quanto in nessun caso le risorse derivanti dalla sottoscrizione dell'obbligazione dovranno finanziare precedenti debiti in scadenza o supportare la gestione del circolante. Il piano industriale rappresenta in sé la sintesi della "tensione" verso lo sviluppo e l'espansione industriale del soggetto economico.

L'advisor finanziario è a fianco dell'impresa anche nell'ambito dell'iter legale che accompagna il processo di selezione e sottoscrizione del minibond: accordi di riservatezza, lettere di intenti, processo di quotazione. In questo specifico aspetto della procedura l'interlocutore dell'advisor finanziario, oltre al team di selezione dell'investimento, è lo studio legale specializzato (advisor legale). Quest'ultimo segue l'iter contrattuale del processo provvedendo a produrre e finalizzare la documentazione tecnico e legale prevista nell'iter di selezione e sottoscrizione dello strumento finanziario di concerto con i rappresentanti della società emittente.

10.1 ITER LEGALE AUTORIZZATIVO

Traendo spunto dai requisiti documentali e di processo indicati dall'advisor legale, si delinea di seguito una sintesi dell'iter documentale richiesto per la procedura di quotazione:

- 1) Verifica dello statuto: nel caso in cui l'emittente sia una società a responsabilità limitata, lo statuto deve prevedere la possibilità di emettere titoli di debito. Lo

statuto deve indicare l'organo competente a deliberare e gli eventuali limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione. Nel caso in cui l'emittente sia una società per azioni, non occorre che lo statuto preveda espressamente la possibilità di emettere obbligazioni. La competenza a deliberare in merito all'emissione, in assenza di specifica disposizione statutaria spetta agli amministratori. Delibera di emissione: l'organo competente delibera in merito all'emissione dei minibond e all'ammissione degli stessi alla negoziazione sul segmento ExtraMOT Pro, nonché al conferimento dei poteri di esecuzione della delibera stessa.

- 2) Registro dell'emittente: la società emittente deve istituire il cosiddetto registro dell'emittente nel quale siano indicati:
 - l'ammontare dei minibond emessi e di quelli estinti;
 - il nominativo dei titolari dei minibond (in caso di titoli nominativi);
 - i trasferimenti e i vincoli relativi ai minibond.
- 3) Regolamento del prestito: i termini e le condizioni relative ai minibond sono formalizzati in un documento che riporta le caratteristiche dei titoli (quali natura, forma, importo, valore nominale), le modalità di pagamento degli interessi e di rimborso del capitale, i diritti degli obbligazionisti e gli obblighi dell'emittente.
- 4) Contratto di sottoscrizione: il contratto da stipulare tra l'emittente e il sottoscrittore dei minibond disciplina le modalità, le condizioni ed i termini della sottoscrizione stessa e contiene le dichiarazioni e le garanzie, impegni, clausole di manleva ed indennizzo in favore del sottoscrittore.
- 5) Incarico alla banca agente: l'emittente conferisce ad una banca l'incarico, tramite sottoscrizione di un apposito contratto (generalmente predisposto e messo a disposizione dalla banca stessa), di svolgere tutte le attività relative, tra l'altro, ai pagamenti dovuti dall'emittente in favore dei titolari dei minibond.
- 6) Certificati (certificato di solvenza, certificato di vigenza, certificato fallimentare): all'atto dell'emissione e sottoscrizione dei minibond, l'emittente consegna al sottoscrittore i seguenti certificati:
 - certificato di solvenza, con il quale il legale rappresentante della società attesta tra l'altro la solvenza della società;
 - certificato di vigenza rilasciato dalla competente Camera di Commercio che attesti l'assenza di procedure di insolvenza nei confronti della società;
 - certificato fallimentare rilasciato dalla competente sezione del tribunale fallimentare che attesti l'assenza di procedure di insolvenza nei confronti della società.

Ai fini dell'ammissione alla negoziazione dei minibond sul segmento ExtraMOT Pro, è necessario che l'emittente rispetti una serie di ulteriori adempimenti:

- 7) Prospetto o documento di ammissione: la società emittente deve redigere un prospetto conforme alle disposizioni e allegati applicabili del Regolamento CE 809 del 29 aprile 2004. In alternativa la società emittente può produrre un documento di ammissione alla negoziazione contenente le informazioni indicate nelle linee guida del Regolamento ExtraMOT.

- 8) Acquisizione del codice ISIN: l'emittente deve richiedere l'assegnazione del codice ISIN alla Banca d'Italia, tramite la nuova procedura di assegnazione del codice attraverso i seguenti passaggi:
- Compilazione del modulo di richiesta di adesione al servizio di codifica degli strumenti finanziari disponibile sul sito web di Banca d'Italia.
 - Invio del modulo validato e sottoscritto con firma digitale all'indirizzo di Posta Elettronica Certificata di Banca d'Italia.
 - Richiesta attribuzione del codice ISIN, avvalendosi dell'applicazione on line (FEAT) eseguendo le istruzioni pubblicate da Banca d'Italia sul proprio sito web.

Al messaggio di richiesta di assegnazione del codice ISIN dovranno essere allegati:

- il regolamento del prestito;
- il verbale dell'organo competente dell'emittente che ha deliberato l'emissione;
- in caso di titoli di debito, una dichiarazione di accettazione del ruolo di sottoscrittori da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali.

Ai fini della richiesta di attribuzione del codice ISIN, ciascuna società potrà valutare se delegare tale attività ad un referente, che può essere anche esterno all'emittente stesso.

- 9) Pubblicazione dei bilanci: l'emittente è tenuto a pubblicare i propri bilanci (anche consolidati, ove disponibili) relativi agli ultimi due esercizi annuali, di cui almeno l'ultimo sottoposto a revisione contabile da parte di un soggetto terzo indipendente ed esterno all'emittente (società di revisione o soggetto iscritto all'albo dei revisori contabili).
- 10) Richiesta di ammissione: l'emittente o un operatore aderente al mercato previo consenso dell'emittente possono richiedere l'ammissione dei titoli alla negoziazione sul segmento ExtraMOT Pro, redigendo la domanda sulla base del modello fornito da Borsa Italiana e facendola sottoscrivere dal legale rappresentante dell'emittente. A tale richiesta devono essere allegati i seguenti documenti:
- una scheda riepilogativa delle caratteristiche dei titoli secondo lo schema ed il formato definiti da Borsa Italiana in base alle caratteristiche dello strumento;
 - il prospetto o il documento di ammissione ovvero l'indicazione di dove è possibile reperire l'uno o l'altro;
 - le condizioni dell'emissione.
- 11) Accentramento presso Monte Titoli: Borsa Italiana verificherà la sussistenza delle condizioni richieste ai fini dell'ammissione alle negoziazioni e dell'avvenuto accentramento dei minibond presso Monte Titoli.
- 12) Avviso di negoziazione: Borsa Italiana, entro 7 giorni di mercato aperto dalla data di ricezione della richiesta di ammissione alla negoziazione, pubblicherà l'avviso di avvenuta ammissione dei titoli alla negoziazione sul segmento ExtraMOT Pro. Le negoziazioni inizieranno a partire dal secondo giorno di mercato aperto successivo alla data di pubblicazione di detto avviso.

Successivamente all'ammissione dei minibond alla negoziazione sul segmento ExtraMOT Pro, l'emittente è tenuto, in conformità con il Regolamento ExtraMOT, a pubblicare le seguenti informazioni:

- il bilancio annuale sottoposto a revisione contabile, senza indugio e in ogni caso non più tardi di sei mesi dalla conclusione dell'anno finanziario cui è riferito;
- ogni informazione relativa all'emittente che possa avere un impatto sul prezzo dei titoli ammessi alla negoziazione;
- ogni modifica nelle caratteristiche dell'emissione nonché nelle modalità di esercizio dei diritti degli investitori;
- l'informativa tecnica relativa alle obbligazioni, ossia le informazioni sul calcolo degli interessi e l'eventuale rimborso anticipato.

11 Ruolo del garante

Le garanzie oggetto di valutazione da parte del team di gestione rientrano in cinque tipologie:

- garanzie prestate dal Fondo Centrale di Garanzia per le PMI;
- garanzie su singola emissione prestate da SACE;
- garanzie prestate dal Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI) su quote del portafoglio di emissioni sottoscritte dal fondo;
- privilegio speciale sui beni mobili strumentali (attivabile su singola emissione ove le caratteristiche del patrimonio immobilizzato dell'azienda offrano una ragionevole aspettativa di liquidabilità sul mercato);
- fidejussioni prestate dalla capogruppo verso la controllata emittente a garanzia della solvibilità del debito contratto da quest'ultima.

Le forme indicate sono associate a strategie di copertura dei rischi diverse che risultano complementari e attivabili in funzione della controparte emittente analizzata. Le garanzie sono utili quando i rischi di una potenziale situazione di insolvenza venissero giudicati dal SGR troppo elevati in relazione ad una singola emissione, ad esempio in prossimità dei valori minimi di rating consentiti dal regolamento di gestione. In tali circostanze ove il progetto industriale fosse giudicato interessante ma i rischi di deterioramento del rating in fasi successive a quella di emissione troppo elevati, è allora possibile attivare una delle menzionate forma di copertura.

L'accesso al Fondo Centrale di Garanzia è stato reso disponibile a seguito del Decreto del Ministro dello Sviluppo Economico del 24 aprile 2014 che ha dato le ultime indicazioni in attuazione al Decreto Destinazione Italia a fronte di operazioni di sottoscrizione di minibond. Il Fondo offre garanzie a livello di singole emissioni con un importo garantito tra il 30% e il 50% (a seconda della tipologia di rimborso del capitale) del valore nominale fino ad un massimo di 1,5 milioni di euro. È prevista anche una copertura a livello di portafoglio a condizione che quest'ultimo sia ben diversificato e di valore nominale compreso tra 50 e 300 milioni di euro. Il costo previsto è pari all'1% dell'importo garantito, una tantum. Nel caso di SACE l'approvazione e la proposta di copertura assicurativa sono soggetti alla valutazione da parte del team di analisti che valutano l'iniziativa e lo stato di solvibilità dell'emittente in maniera indipendente. La copertura di SACE in ogni caso non potrà superare il 70% del valore dell'emissione.

La garanzia del FEI rientra in una tipologia di copertura non legata ad una singola emissione ma a componenti di portafoglio. Un esempio rappresentativo potrebbe essere il seguente: supponiamo che una filiera industriale presenti tassi di sviluppo prospetticamente molto interessanti e che il fondo si trovi a valutare una certa numerosità di imprese ad essa associata. Nei limiti di regolamento supponiamo che il fondo prenda una esposizione vicina ai livelli massimi di un determinato comparto industriale. Se successivamente dalle analisi macroeconomiche o dagli studi di settore dovesse emergere un quadro atteso di deterioramento dello scenario sulla filiera produttiva in portafoglio, il team potrebbe valutare di "isolare" l'esposizione specifica del fondo assicurandola attraverso il FEI.

Come nel caso di SACE, anche nel caso del FEI il fondo beneficia di un'ulteriore analisi e validazione del rischio emittente ad opera di un team specializzato in grado di offrire una prospettiva indipendente in merito al business e dalla sostenibilità del debito in aggiunta a quanto realizzato dal team di gestione, dall'advisor finanziario dell'operazione e dalla stessa agenzia di rating CRIF.

Il privilegio speciale sui beni mobili strumentali, nell'intenzione del legislatore, dovrebbe sopperire all'impossibilità da parte di molte piccole e medie imprese di offrire garanzie reali sul debito contratto. Il privilegio speciale è una opzione valutabile nel caso in cui il presumibile valore di realizzo del bene a garanzia sia ragionevolmente riconoscibile da parte del team di gestione (ad esempio macchinari ad alta specializzazione e materiali o semilavorati fungibili in altre filiere produttive). L'utilizzo di questa tipologia di assicurazione è circoscritto a specifiche casistiche di settore a differenza dell'opzione SACE e FEI in cui la garanzia si configura in termini puramente finanziari.

Il caso della fideiussione da parte della capogruppo è un caso frequente quando ad emettere i minibond sia una società controllata da una società più grande in termini di fatturato e solidità finanziaria. In tale circostanza, onde sostenere lo sviluppo delle controllate, la capogruppo dotata di una solidità superiore opta per ricorrere al mercato del capitale di debito per sostenere la crescita del business della controllata abbassandone il costo attraverso fideiussione diretta garantendo così condizioni di emissione più favorevoli.

Edito in Biella nel mese di novembre 2014

Il Commerci@lista®