

INTERVISTA



RIFLESSIONI LIBERALI. Francesco Baldi, docente di corporate finance alla Luiss e ricercatore del Centro Arcelli

Minibond ai nastri di partenza

Il mercato dei minibond è ancora in fase di start-up, ma crescerà in fretta. A un ritmo di cento emissioni l'anno, si possono raggiungere 1,5 miliardi di euro in un triennio

di Giovanna Guercilena

Sui mercati esteri, Usa in prima fila, minibond e cambiali finanziarie sono strumenti di debito diffusi. Anche in Francia, l'ammontare delle commercial paper quotate è di 50 miliardi di euro con programmi di emissione fino a 200 miliardi. Invece, forse anche a causa di una certa riluttanza dei piccoli imprenditori italiani verso obblighi di trasparenza e visibilità, il nostro mercato dei capitali per le imprese sta scoprendo questi strumenti solo da poco, da quando il Decreto Sviluppo 2012 del Governo Monti li autorizzò per le Pmi non quotate. Il tema è stato poi ulteriormente affinato dal Governo Letta, per arrivare a oggi e agli ulteriori provvedimenti dell'esecutivo in carica. Ne parliamo con **Francesco Baldi**, docente di

corporate finance alla Luiss e ricercatore del Centro Arcelli, dedicato agli studi monetari e finanziari.

Con un po' di ritardo e anche di fatica, gli strumenti finanziari alternativi al credito bancario iniziano ad avere una qualche consistenza anche in Italia. Fra le operazioni effettuate sin qui, quale le è sembrata la più interessante?

Anche per le sue caratteristiche di operazione pioniera nel mercato, direi l'emissione nel luglio 2013 del minibond di Caar, azienda piemontese del settore automobilistico, una Pmi con appena 35 dipendenti e un fatturato di 4,5 milioni di euro, che ha saputo attrarre investitori per l'elevata qualità del management e l'adeguatezza del piano industriale di sviluppo. Il minibond di 3 milioni di euro, collocato al tasso del 6,5%, serve per finanziare la strategia d'integrazione orizzontale attraverso l'acquisizione di alcuni competitor. Dal punto di vista tecnico, un aspetto positivo dell'operazione è rappresentato dalla pluralità di investitori coinvolti: privati di natura professionale, banche del territorio, istituzioni, assicurazioni, fondazioni bancarie.

Un'operazione che invece non l'ha convinta?

Quella di Sudcommerci, una società di progettazione e realizzazione di centri commerciali, che ha emesso un prestito obbligazionario costituito da un solo titolo di taglio coincidente con l'importo dell'intero prestito, cioè 22 milioni di euro. Di fatto, il minibond, che era destinato a finanziare la creazione di un polo commerciale nella provincia di Bari,

è stato collocato presso un solo investitore, eliminando qualsiasi opportunità di sottoscrizione e di scambio successivo per gli altri operatori di mercato.

Si sentiva davvero il bisogno di introdurre questi nuovi strumenti di debito?

Sì, perché abbiamo un sistema industriale composto per il 95% da imprese con meno di dieci dipendenti che, nel suo complesso, si finanzia per ben il 92% con il credito bancario ordinario. Banca d'Italia ha rilevato che nel 2012 il rapporto debiti bancari/debiti totali delle imprese era pari al 68%, pressoché doppio rispetto a Francia, Regno Unito e Usa e 18 punti percentuali più elevato rispetto alla Germania. Va anche detto che a fronte dei nuovi investimenti di circa 150 miliardi di euro che le aziende manifatturiere italiane hanno messo in conto di fare sino a tutto il 2015, il nostro sistema bancario è in grado di produrre impieghi creditizi per 60 miliardi. Ne deriva un cosiddetto funding gap di 90 miliardi, che deve necessariamente cercare fonti di finanziamento alternative.

I numeri del mercato, però, non sono ancora ridotti e le emissioni poco numerose?

Il mercato dei minibond è sicuramente ancora in fase di start-up. Quelli finora emessi e quotati sull'Extra Mot Pro, lo specifico segmento di Borsa Italiana inaugurato nel febbraio 2013, sono circa 80 per



Francesco Baldi



INTERVISTA

un controvalore pari a 4,4 miliardi di euro. Tuttavia, il 20% è rappresentato da emissioni comprese tra 50 e 200 milioni, dimensione che non attiene alla natura di una Pmi. A oggi, sono 63 i minibond quotati aventi un valore nominale uguale o inferiore a 50 milioni di euro; di questi 44 sotto i 10 milioni di euro, per un ammontare complessivo pari a 635 milioni di euro. Il crescente interesse delle Pmi italiane è tuttavia dimostrato dal fatto che nell'ultimo anno il numero di minibond quotati è più che raddoppiato, spostandosi peraltro verso il taglio tipico di un prestito obbligazionario di una Pmi, cioè adire entro i dieci milioni. Diverso è il discorso per le cambiali finanziarie, perché quelle finora emesse sono solo tre da parte di due aziende, Buscaini ed Ett, per un controvalore di poco superiore ai dieci milioni di euro.

Quindi lei ritiene ci sia un buon potenziale?

Minibond e cambiali finanziarie attrarranno un numero crescente di Pmi. Ho svolto una ricerca su un campione di 3.418 Pmi con, in media, fatturato di 8,8 milioni di euro, Ebitda da 1,8 milioni, Ebitda margin del 23%, flusso di cassa della gestione pari a circa 1,4 milioni e 33 dipendenti. Bene, i risultati parlano di circa 90-100 Pmi italiane caratterizzate da eccellente adeguatezza gestionale e potenzialmente in grado di emettere minibond in tempi brevissimi. Prevedo che, a un ritmo di cento emissioni l'anno, la dimensione del mercato dei minibond di taglio inferiore ai 50 milioni possa raggiungere 1,5 miliardi di euro in un triennio. Riguardo le cambiali finanziarie, esse possono aiutare le Pmi a finanziare il capitale circolante commerciale. La nostra industria manifatturiera ha un fabbisogno di cassa da incrementi progressivi di capitale circolante pari a oltre un miliardo di euro che può trovare parziale copertura proprio mediante l'emissione di cambiali. Ci sono

Da sapere

Cosa sono. Si tratta di forme di finanziamento alternative al credito bancario.

I mini-bond rappresentano innovativi titoli di debito a medio termine, con durata di almeno tre anni, che possono essere emessi dalle Pmi non quotate, con fatturato sino a 50 milioni di euro e un numero massimo di 250 dipendenti. In pratica, sono obbligazioni di scopo destinate a finanziare crescita e internazionalizzazione delle Pmi italiane. I minibond possono essere collocati e circolare solo presso investitori qualificati, anche mediante la quotazione su mercati regolamentati. Per consentirne appunto la quotazione - che peraltro prevede tempi velocissimi - è richiesto che la Pmi abbia pubblicato i bilanci degli ultimi due esercizi e che almeno l'ultimo sia stato sottoposto a revisione contabile.

Le **cambiali finanziarie** sono titoli di credito emessi in serie ed equiparati alle cambiali ordinarie, hanno breve termine, con scadenza compresa tra un mese e tre anni. Al pari dei minibond, sono destinate alla circolazione presso investitori qualificati anche mediante quotazione e l'ultimo bilancio precedente l'emissione deve essere certificato da un revisore esterno. In più, il controllo sulla qualità delle cambiali in via di emissione è obbligatoriamente affidato a un soggetto terzo chiamato sponsor, ad esempio una banca o una Sgr, che ha il triplice compito di assistere l'emittente nella strutturazione delle obbligazioni, assegnare un rating e garantire indirettamente gli investitori mantenendo nel proprio portafoglio fino alla scadenza una quota delle cambiali emesse.

Fisco agevolato. Minibond e cambiali finanziarie presentano un trattamento fiscale agevolato che consta di tre distinti incentivi. Dal lato dell'offerta, le Pmi emittenti possono dedurre gli interessi passivi da pagare sugli strumenti emessi fino al 30% del margine operativo lordo (Mol) e anche le spese di emissione, quest'ultime nell'esercizio in cui sono sostenute. Dal lato della domanda, è stata prevista, a vantaggio degli investitori, l'esenzione dalla ritenuta d'acconto alla fonte del 26% sugli interessi percepiti dall'investimento. In più per le imprese che emettono questi strumenti optando per la forma dematerializzata, è prevista anche l'esenzione dal pagamento dell'imposta di bollo. Ulteriori misure agevolative sono state introdotte dal Governo Letta con il Decreto Destinazione Italia 2013: fra tutte la possibilità di cartolarizzare anche i minibond, oltre ai normali crediti bancari come ad esempio i mutui.

Costi. Oltre ai costi legati al servizio del debito, cioè pagamento delle cedole e rimborso del capitale, per emettere un **minibond** una Pmi deve sostenere altri due tipi di costi: di set-up e annuali. I primi comprendono le remunerazioni dell'attività di consulenza di advisor e legali, del servizio di collocamento svolto dalla banca arranger, dell'agenzia di rating, di Borsa Italiana per la quotazione dello strumento sul segmento ExtraMot Pro e della banca agente incaricata dei pagamenti di cedole e capitale ai sottoscrittori. I secondi sono invece rappresentati dai compensi dovuti alla società di revisione per la certificazione del bilancio d'esercizio per tutti gli anni di durata dell'emissione, all'agenzia di rating per il monitoraggio ed eventuale revisione del giudizio sul merito di credito e alla banca agente. Facendo riferimento al caso standard di un'emissione pari a 5 milioni di euro e con durata cinque anni, i costi di set-up ammontano a circa 130mila euro *una tantum*, i costi annuali ammontano invece a circa 11mila euro.

Per l'emissione di una **cambiale finanziaria**, i costi sono riconducibili a tre tipologie: a) la sponsorship fee, da pagare allo sponsor; b) la fee di quotazione, da pagare a Borsa Italiana e Monte Titoli; c) il costo della garanzia (se presente), da pagare al Confidi. Per una cambiale finanziaria di importo pari a un milione di euro e della durata di tre anni, la fee da pagare allo sponsor è 10mila euro il primo anno e 5mila euro in ciascuno dei successivi due anni. Poi, la Pmi è tenuta a corrispondere a Borsa Italiana e a Monte Titoli 4.500 euro per il primo anno di quotazione e di 1.500 euro a remunerazione del servizio di dematerializzazione per ciascuno dei due anni che seguono. Infine, qualora la Pmi richieda a un Confidi il rilascio di una garanzia sull'emissione, dovrà pagare 5mila euro per ognuno dei tre anni di vita della cambiale.

INTERVISTA



1.200 Pmi che soddisfano requisiti economico-finanziari minimi e sono già pronte per far partire il mercato delle cambiali nel 2015, con emissioni pari a 450 milioni di euro.

A dimostrazione di un mercato che va strutturandosi, cominciano a vedersi anche i fondi di minibond, fondi chiusi per investitori istituzionali che si specializzano.

Si tratta di ventisei fondi di debito chiusi, denominati credit fund, dedicati all'investimento in minibond nel mercato italiano e autorizzati da Banca d'Italia, con un target di raccolta di quattro miliardi di euro. Tuttavia, solo undici di questi ventisei sono i fondi effettivamente attivi, avendo chiuso almeno il primo round di raccolta. Questi sono pronti a selezionare le Pmi emittenti e i connessi titoli obbligazionari sui quali puntare. Pensiamo al fondo promosso da Banca Popolare di Vicenza per il tramite di Lyxor Sgr che ha effettuato il fundraising in assoluto più elevato, pari a 500 milioni di euro. O anche al fondo di Zenit Sgr, costituito in collaborazione con Adb S.p.A. e Banca di Cherasco, che inizia a investire i 150 milioni raccolti sul mercato. Ci sono poi altri gestori che, tra i ventisei già autorizzati dall'Organo di vigilanza, sono sulla rampa di lancio con altri due miliardi di potenziale raccolta.

Ma non è che semplicemente si è allungata la filiera del credito per poi arrivare pur sempre alla banca come interlocutore finale?

È vero che gran parte degli undici fondi di cui dicevamo sono bancocentrici, sei di chiara emanazione bancaria e tre che hanno comunque scelto una banca quale partner. Tuttavia, non vedo il rischio che gli intermediari bancari vogliano risolvere il problema del credit crunch costringendo le imprese a emettere obbligazioni. Peraltro, la nuova disciplina sul capitale Basilea 3 ha introdotto un fattore di aggiustamento sui finanziamenti bancari per

Da tenere d'occhio

Già operativo, il fondo Euregio Minibond è stato lanciato dal gestore PensPlan Invest Sgr, società nata a Bolzano per la promozione e lo sviluppo della previdenza complementare in Trentino-Alto Adige, ed è supportato da Prader Bank nell'attività di advisory per la selezione delle imprese e la strutturazione delle emissioni. Si tratta dell'unico credit fund a matrice locale con una raccolta, chiusa prima del tempo inizialmente fissato per aprile 2015, di 150 milioni di euro, già quasi integralmente investiti in minibond emessi da aziende operanti esclusivamente in Trentino-Alto Adige. Euregio sta diversificando il proprio portafoglio investendo in minibond di ammontare medio pari a 3 milioni di euro, aventi scadenze comprese tra 3 e 10 anni, per una durata media complessiva di poco superiore a 4 anni.

le Pmi, che di fatto contribuirà a incoraggiare, anziché penalizzare, il credito verso le Pmi. Per le banche, ed è qui che secondo me concentreranno i loro sforzi, si aprono invece importanti opportunità legate alle funzioni di arranger e di sponsor rispettivamente di minibond e cambiali finanziarie, con l'obiettivo di accrescere i propri flussi di cassa commissionali.

Come giudica il ruolo del Fondo centrale di garanzia Pmi?

Con l'ultima misura di novembre per cui, oltre che ai tradizionali finanziamenti bancari, la garanzia fornita dal Fondo centrale Pmi viene estesa ai minibond, la riforma degli strumenti di debito per le Pmi può dirsi conclusa. Non si prevede alcun altro intervento normativo, anche perché più di questo davvero non è possibile fare. Il Fondo in questione potrà garantire - in assenza di altre garanzie - sia singole operazioni di sottoscrizione di minibond sia interi portafogli di minibond. In questo secondo caso, un fondo chiuso di debito può farsi garantire fino all'8% del valore complessivo dei minibond che ne compongono il portafoglio. Si tratta di una mossa che non dispiacerà agli investitori stranieri, che chiedevano una maggiore copertura del rischio. Certo, il rovescio della medaglia è che dovranno rinunciare al tasso piuttosto elevato finora osservato, in media il 6,5 per cento. Meno rischi, dunque meno guadagni, sino a due punti percentuali in meno.

In che modo si può superare la criticità dell'illiquidità del mercato dei minibond?

In effetti, è l'unico aspetto spinoso che rimane da risolvere. A mio avviso, due sono le soluzioni. Da un lato, l'incentivazione di un'attività di market-making che potrebbe essere affidata alla banca che assiste la Pmi nella strutturazione e nel collocamento dell'emissione, in analogia a quel che si fa nelle Ipo sul mercato azionario. Dall'altro, la promozione di fondi chiusi, cosa che, come si è detto, è già avviata, ma che potrebbe essere ulteriormente incentivata con la presenza di un fondo di fondi di emanazione pubblica che fornisca opportunità di fund raising ai fondi privati nascenti. In tale direzione vanno le iniziative annunciate dai due bracci armati del Ministero economia e finanza, cioè Cassa depositi e prestiti e Sace, che inietteranno ulteriore liquidità per complessivi 600 milioni di euro. Il Fondo italiano di investimento, promosso da Cassa depositi e prestiti, ha difatti deliberato la creazione di un fondo di fondi che sottoscriverà quote di fondi specializzati in minibond per 250 milioni di euro, così da assicurare liquidità per la creazione di un mercato secondario. Dal canto suo, la Sace, che già offre garanzie sui minibond emessi dalle Pmi per il finanziamento di progetti di internazionalizzazione, ha previsto di sottoscrivere una quota per 350 milioni di euro del fondo chiuso specializzato lanciato da Amundi. ■