

Minibond e Basket Bond per la ripresa economica delle Piccole e Medie Imprese italiane

POSITION PAPER

Luglio 2021



Indice

| | | |
|----------|--|----|
| | SCOPO DELLA RICERCA | 4 |
| 1 | ECONOMIC BACKGROUND | 6 |
| 2 | IL QUADRO GIURIDICO DI RIFERIMENTO | 10 |
| | 2.1 La disciplina a livello europeo | 10 |
| | 2.2 La regolamentazione interna in materia di Minibond | 11 |
| | 2.3 Il ruolo dei Minibond nella recente decretazione emergenziale | 12 |
| | 2.3.1 Fondo di Garanzia PMI | |
| | 2.3.2 “Garanzia Italia” | |
| 3 | I BASKET BOND | 14 |
| 4 | RUOLO DELLE ISTITUZIONI NELLE OPERAZIONI DI EMISSIONE DI MINIBOND E BASKET BOND | 16 |
| | CONCLUSIONI | 20 |

Scopo della ricerca

La crisi pandemica da Covid-19 ha avuto un forte impatto sull'attuale panorama economico-finanziario mondiale, producendo una "crisi sistemica globale" e uno *shock* simmetrico che ha colpito il lato della domanda e il lato dell'offerta simultaneamente.

Tutti i Governi e le Banche Centrali hanno messo in campo misure straordinarie, sia di natura monetaria che fiscale, per far fronte alla situazione emergenziale in corso. Gli ingenti aiuti statali in particolare hanno consentito a molte imprese, soprattutto di piccole e medie dimensioni ("PMI"), di scongiurare, al presente, possibili fallimenti.

Nel delineato contesto, il ricorso a forme di finanziamento alternativo e complementare al canale tradizionale, unitamente all'ampliamento delle misure di sostegno pubblico offerte alle PMI, ivi inclusi Minibond e *Basket Bond*, potrebbe permettere alle imprese in difficoltà non solo di reperire la liquidità necessaria a finanziare gli obiettivi di medio lungo periodo, ma anche di rafforzare la *capital structure* sia in termini di diversificazione delle fonti che di *maturity*. In altri termini, le Istituzioni nazionali ed europee hanno a buona ragione reputato di affiancare alle forme di finanziamento tradizionali, modalità alternative di approvvigionamento delle risorse finanziarie. A prescindere dall'eccezionale congiuntura economica in cui il Paese si trova, la complementarità degli strumenti c.d. alternativi rispetto al sistema bancario, un'impostazione tipica dei mercati evoluti, ha il potenziale di supportare le imprese (anche in bonis) nel reperimento di finanza a medio/lungo termine.

Come si vedrà, sulla base dei dati statistici elaborati per ciascuna Regione, il mercato dei Minibond e dei *Basket Bond* è in costante crescita e ha significativi margini di sviluppo.

Inoltre, come ribadito dal nostro Governo, l'Italia deve scommettere sul "debito buono", nella prospettiva di assicurare un impatto positivo sulla crescita economica del Paese.

Se ne deduce che anche il ricorso a forme di indebitamento da parte di imprese virtuose potrebbe giovare all'intero sistema economico nazionale; ciò in quanto le risorse raccolte sul mercato, attraverso canali alternativi a quelli bancari, potrebbero essere tendenzialmente utilizzate in modo proficuo.

In questo contesto, i *Basket Bond* potrebbero anche risultare uno degli strumenti cardine per far sì che gli ingenti fondi stanziati nell'ambito del Quadro finanziario pluriennale ("QFP") 2021-2027 raggiungano le imprese, soprattutto quelle di minori dimensioni, in modo rapido e sulla base di strategie di sviluppo a medio e lungo termine.

Il presente *Position Paper* intende, dunque, evidenziare l'efficacia di tali strumenti anche nell'ottica di stimolare la promozione da parte delle istituzioni italiane di questi strumenti soprattutto a favore delle PMI che operano nelle Regioni del Sud Italia valorizzando, al contempo, il ruolo che potrebbe essere potenzialmente ricoperto dalle istituzioni nelle specifiche operazioni. Il ricorso ai Minibond costituisce per esse un'opportunità di rilancio delle proprie attività produttive, soprattutto in vista di una ripresa dell'economia nella fase emergenziale in atto e nella prospettiva di un suo superamento.

Chi siamo

Comitato di coordinamento ricerca

- Prof. Giancarlo Giudici**
Direttore dell'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano
- Avv. Patrizio Messina**
Managing Partner Europe, Orrick Herrington & Sutcliffe - Presidente del CELF
- Dott. Andrea Nuzzi**
Head of Corporate and Financial Institutions di Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.
- Prof. Avv. Diego Rossano**
Direttore del CELF

1 Economic background

Come è noto, l'Italia è un Paese fortemente caratterizzato da un sistema "banco-centrico" (con una tendenza anche maggiore rispetto ad altri Paesi europei). Nonostante ciò, a causa di diverse ragioni, per la maggior parte legate al fatto che generalmente le informazioni economico-finanziarie a disposizione non sono sufficienti per un'adeguata valutazione del merito creditizio o per l'attribuzione di un *rating*, le PMI¹ hanno meno opportunità di accesso a finanziamenti concessi da istituti di credito. Tuttavia, le stesse non riescono a compensare tali limitazioni all'accesso al credito bancario con il ricorso al mercato del capitale.

A testimonianza di quanto sopra, la quota del PIL italiano sul totale europeo, secondo i più recenti dati pubblicati dall'OECD (*Organisation for Economic Co-operation and Development*), è pari all'11%; tuttavia, solamente il 3% della raccolta del capitale effettuata sul mercato obbligazionario europeo viene realizzata da società aventi sede in Italia. In termini complessivi, il mercato italiano dovrebbe triplicare la raccolta del capitale attraverso il mercato obbligazionario, al fine di attestarsi sulla media europea.

Nelle 8 regioni del Sud Italia (Sicilia, Sardegna, Calabria, Basilicata, Campania, Abruzzo, Puglia e Molise) il suddetto *gap* è ancora più marcato, considerando che esse contribuiscono al PIL nazionale in misura pari al 23%. A limitare la crescita di questi valori, secondo i dati dell'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano, contribuisce anche il fatto che il controvalore delle emissioni di obbligazioni da parte di PMI del Sud Italia concorre solo per il 14% della raccolta complessiva nel Paese. Per raggiungere la media italiana il flusso di emissioni dovrebbe più che raddoppiare i propri volumi (+ 64%).

Entrando nel dettaglio, per valutare il valore dei Minibond emessi nel Sud Italia, va considerato che 93 PMI aventi sede nelle 8 regioni interessate hanno collocato 122 titoli di debito (ammontare < € 50M) dal 2013 al 1° marzo 2021², raccogliendo 363 milioni di euro³.

Come emerge dalla tabella seguente, l'ammontare medio del valore dei Minibond emessi da parte delle imprese attive nel Sud Italia è pari a 2,98 milioni di

| Regione | Numero Emittenti | Numero Emissioni | Importo Totale [M€] | Importo medio per Emittente [M€] | Importo medio per Emissione [M€] | Rapporto medio Prima Emissione / Fatturato |
|---------------|------------------|------------------|---------------------|----------------------------------|----------------------------------|--|
| Abruzzo | 7 | 11 | 87,95 | 12,56 | 8,00 | 19,9% |
| Campania | 55 | 70 | 162,95 | 2,96 | 2,33 | 29,2% |
| Puglia | 13 | 13 | 69,15 | 5,32 | 5,32 | 38,7% |
| Molise | 1 | 1 | 5,19 | 5,19 | 5,19 | 20,6% |
| Basilicata | 2 | 4 | 12,04 | 6,02 | 3,01 | 17,7% |
| Calabria | 3 | 5 | 2,25 | 0,75 | 0,45 | 52,2% |
| Sicilia | 7 | 13 | 16,40 | 2,34 | 1,26 | 7,7% |
| Sardegna | 5 | 5 | 7,20 | 1,44 | 1,44 | 9,6% |
| TOTALE | 93 | 122 | 363,13 | 3,90 | 2,98 | 27,6% |

euro e rappresenta il 27,6% dell'intero fatturato delle medesime.

Alla luce di quanto sopra, dunque, è possibile stabilire che le società del Sud Italia che potrebbero potenzialmente emettere Minibond sono circa 3.603⁴.

A tal proposito, i parametri di ricerca applicati sono quelli più comunemente impiegati sul mercato, ovvero:

- rispetto della definizione di PMI ai sensi della Raccomandazione n. 2003/361/CE⁵.
- Fatturato > € 5M.
- EBITDA / Fatturato > 5%.

| Regione | Numero PMI selezionate | Fatturato totale [M€] |
|---------------|------------------------|-----------------------|
| Abruzzo | 342 | 4.759 |
| Campania | 1.442 | 18.202 |
| Puglia | 650 | 8.099 |
| Molise | 53 | 735 |
| Basilicata | 116 | 1.516 |
| Calabria | 185 | 2.212 |
| Sicilia | 606 | 7.830 |
| Sardegna | 209 | 2.541 |
| TOTALE | 3.603 | 45.893 |

¹ Ai sensi della Raccomandazione della Commissione Europea, del 6 maggio 2003, relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese, la categoria delle microimprese delle piccole imprese e delle medie imprese (PMI) è costituita da imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di EUR oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di EUR. Nella categoria delle PMI si definisce piccola impresa un'impresa che occupa meno di 50 persone e realizza un fatturato annuo o un totale di bilancio annuo non superiori a 10 milioni di EUR.

² Non sono comprese, tuttavia, le società con codice ATECO - Classificazione delle attività economiche - K, ovvero inclusive delle attività di intermediazione finanziaria, incluse le assicurazioni, le riassicurazioni e i fondi pensione, nonché le attività ausiliarie dell'intermediazione finanziaria.

³ La composizione settoriale delle società emittenti Minibond nel Sud Italia risulta abbastanza variegata; il 47%, infatti, appartiene al comparto manifatturiero, ma risultano rilevanti anche numerosi altri codici ATECO.

⁴ Si tratta di società che, da ultimo bilancio approvato, hanno presentato ricavi totali per 45,8 miliardi di euro.

⁵ Ai sensi della Raccomandazione n. 2003/361/CE, la categoria delle microimprese delle piccole imprese e delle medie imprese è costituita da imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro. Nella categoria delle PMI si definisce piccola impresa un'impresa che occupa meno di 50 persone e realizza un fatturato annuo o un totale di bilancio annuo non superiori a 10 milioni di euro. Nella categoria delle PMI si definisce microimpresa un'impresa che occupa meno di 10 persone e realizza un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiori a 2 milioni di euro.

- Posizione Finanziaria Netta / Patrimonio Netto < 3x.
- Posizione Finanziaria Netta / EBITDA < 5x.

Sulla base di quanto sopra riportato, è possibile giungere, dunque, a una prima conclusione: qualora tutte le potenziali imprese attive nel Sud Italia si finanziasero mediante emissione di Minibond, queste ultime potrebbero ottenere risorse ulteriori pari a 11,8 miliardi di euro. In tal senso, inoltre, proiettando i dati raccolti sulle imprese già emittenti, si potrebbe stimare una crescita del volume d'affari per queste aziende pari a 2,7 miliardi di euro annui e la creazione di 1.680 posti di lavoro su un lasso di tempo pari a 3 anni⁶. Venendo all'analisi dei dati delle regioni del Centro e del Nord

Italia (Piemonte, Liguria, Lombardia, Trentino-Alto Adige, Friuli-Venezia Giulia, Veneto, Emilia-Romagna, Toscana, Marche, Lazio e Umbria), appare subito evidente l'importante divario che caratterizza queste rispetto alle otto regioni di cui sopra. Invero, queste dodici regioni contribuiscono al PIL nazionale per un valore pari al 77%; ciò è reso ancora più evidente se si considera che il fattore che risulta maggiormente impattante è che - stando ai dati dell'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano - il controvalore delle emissioni di obbligazioni da parte delle PMI aventi sede nel Centro e nel Nord Italia (i.e. Minibond) costituisce l'86% della raccolta complessiva in tutto il Paese.

| Regione | Numero Emittenti | Numero Emissioni | Importo Totale [M€] | Importo medio per Emittente [€] | Importo medio per Emissione [M€] | Rapporto medio Prima Emissione / Fatturato |
|-----------------------|------------------|------------------|---------------------|---------------------------------|----------------------------------|--|
| Piemonte | 19 | 35 | 90,10 | 4,74 | 2,57 | 22,99% |
| Liguria | 8 | 24 | 37,50 | 4,69 | 1,56 | 10,03% |
| Lombardia | 102 | 140 | 811,59 | 7,96 | 5,80 | 42,13% |
| Trentino-Alto Adige | 42 | 47 | 165,35 | 3,94 | 3,52 | 31,54% |
| Friuli-Venezia Giulia | 6 | 8 | 21,70 | 3,62 | 2,71 | 5,67% |
| Veneto | 63 | 103 | 357,14 | 5,67 | 3,47 | 35,65% |
| Emilia-Romagna | 23 | 47 | 205,24 | 8,92 | 4,37 | 44,18% |
| Toscana | 14 | 19 | 153,03 | 10,93 | 8,05 | 23,30% |
| Marche | 10 | 17 | 40,10 | 4,01 | 2,36 | 29,86% |
| Lazio | 23 | 29 | 234,65 | 10,20 | 8,09 | 17,45% |
| Umbria | 10 | 14 | 23,36 | 2,34 | 1,67 | 11,69% |
| TOTALE | 320 | 483 | 2.139,75 | 6,69 | 4,43 | 32,86% |

⁶ In questi termini, D. Rossano, *Spunti di riflessione sulle misure a sostegno delle imprese nella normativa emergenziale*, in AA.VV., *Covid-19. Emergenza sanitaria ed economia. Rimedi e prospettive*, Bari, 2020, p. 70.

Ai fini di una migliore contestualizzazione dei dati e seguendo i medesimi parametri di riferimento di cui alle regioni del Sud Italia, sono 320 le imprese che hanno collocato 483 titoli, per una raccolta pari a ben 2139,75 milioni di euro. In questo caso, in media il valore dell'emissione rappresenta il 32,86% del fatturato ed è pari a 4,43 milioni di euro⁷.

In considerazione di quanto su esposto e sulla base dei medesimi parametri utilizzati per le regioni del Sud

Italia, emerge un bacino di 21.115 potenziali emittenti (per un valore totale dei ricavi pari a 281,5 miliardi di euro). In questo contesto, un ricorso maggiore allo strumento del Minibond (o nella sua forma più strutturata di *Basket Bond*) permetterebbe di giungere a una raccolta potenziale di ben 92,5 miliardi di euro con una crescita del volume di affari pari a 17,76 miliardi di euro l'anno e la creazione di posti di lavoro sostanzialmente triplicata (pari a 3.960 unità su 3 anni).

| Regione | Numero PMI selezionate | Fatturato totale [M€] |
|-----------------------|------------------------|-----------------------|
| Piemonte | 1.883 | 25.761 |
| Liguria | 433 | 5.585 |
| Lombardia | 7.461 | 101.726 |
| Trentino-Alto Adige | 683 | 9.070 |
| Friuli-Venezia Giulia | 535 | 7.086 |
| Veneto | 3.262 | 43.908 |
| Emilia-Romagna | 2.640 | 34.557 |
| Toscana | 1.392 | 18.318 |
| Marche | 637 | 8.082 |
| Lazio | 1.857 | 23.167 |
| Umbria | 295 | 3.868 |
| Valle d'Aosta | 37 | 385 |
| TOTALE | 21.115 | 281.512 |

⁷ Analizzando la composizione settoriale, anche in questo territorio si riscontra un panorama abbastanza variegato, con una netta prevalenza del settore manifatturiero (pari al 38,44%).

2 Il quadro giuridico di riferimento

2.1 La disciplina a livello europeo

La patrimonializzazione delle PMI e le forme alternative di finanziamento sono stati temi caratterizzati da rilevante focus da parte delle Istituzioni europee, per i quali si rinvergono diverse iniziative dedicate in particolare alle PMI (SMEs).

L'**Action Plan for a Capital Markets Union**, un programma adottato dalla Commissione Europea nel 2015, ha l'obiettivo di contribuire a creare un vero Mercato Unico dei Capitali ("CMU") che comprende tutti gli Stati Membri. Il fulcro della CMU consiste nella promozione di forme alternative di finanziamento (tra cui il *crowdfunding*) per le imprese, in particolare *start-up* e società non quotate, eliminando così le barriere informative che risultano fortemente limitative della capacità di patrimonializzazione e di investimento delle PMI. Peraltro, a conferma della rilevanza di questa iniziativa e in ragione della crisi economico-finanziaria causata dalla pandemia da Covid-19, il 24 settembre 2020, la Commissione ha adottato un **nuovo Action Plan** (le cui conclusioni sono state approvate dal Consiglio europeo il 3 dicembre 2020 con impegno ad attuarle entro la fine del 2021) che si propone di completare definitivamente la CMU e di sostenere la ripresa

delle imprese dei mercati europei e degli investimenti. A tal proposito è stato emendato il c.d. "Pacchetto Cartolarizzazioni" (i.e. la "*Securitisation Regulation*" e la "*Capital Requirements Regulation*" (CRR)) e si prevede di intervenire al fine di concedere innanzitutto la possibilità di prevedere regole di quotazione più snelle per le PMI. In secondo luogo, di richiedere alle banche, qualora non ritengano opportuno accordare una richiesta di credito alle PMI, di indirizzarle verso fonti di finanziamento alternative e complementari del mercato dei capitali che possano soddisfare adeguatamente le loro esigenze.

Con riferimento al primo punto, a livello nazionale si segnala che sono in corso valutazioni finalizzate ad emendare alcune disposizioni che regolamentano l'ExtraMot Pro3, quali ad esempio i vincoli imposti dalla disciplina europea sugli abusi di mercato (Reg. UE 596/2014). Infine, sembra utile rilevare che, sebbene la procedura di quotazione non risulti eccessivamente complessa, il principale ostacolo ad un effettivo funzionamento del segmento dedicato alle PMI sta nella mancanza di un vivace mercato secondario.

Accanto agli interventi di tipo programmatico, il legislatore europeo ha proposto anche degli strumenti

che sono apparsi più incisivi. Tra questi, per esempio, vi è la **SMEs' Growth Market Category**, introdotta dall'art. 33 della Direttiva 2014/65/UE ("MiFID II"), che ha previsto una nuova categoria di *Multilateral Trading Facilities* ("MTF"), in vigore dal 1° gennaio 2018 ove almeno il 50% degli emittenti, i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione su tale sistema multilaterale di negoziazione registrato come mercato di crescita per le PMI, siano PMI. Anche l'Italia ha accolto favorevolmente questo tipo di indirizzo registrando AIM Italia come *SME Growth Market*, il 18 dicembre 2017, al fine di aumentare la visibilità delle società quotate sul mercato e potendo inoltre beneficiare delle future iniziative regolamentari emanate a livello europeo dedicate a questa categoria di mercati.

Inoltre, tra le diverse iniziative proposte vi è anche lo **European Innovation Council (EIC) Fund**. Trattasi di un fondo istituito da Commissione Europea e BEI per attrarre co-investitori e investimenti privati, che si occuperà di gestire la parte di investimenti in *equity* o "quasi *equity*" (ed è questo il vero aspetto innovativo) prevista nell'ambito dell'*EIC Accelerator*.

In termini operativi, invece, l'intervento più consistente ad oggi è la **European Parliament Resolution of 16 December 2020 on a new strategy for European SMEs**, naturalmente incentrata sulle misure di contrasto alla crisi da Covid-19 ingenerata nelle PMI, tra le quali si prevede (i) liquidità immediata, (ii) revisione della Direttiva sui ritardi di pagamento (2011/7/UE), (iii) protezione dal rischio di insolvenza, (iv) modifica delle regole sugli Aiuti di Stato e (v) incoraggiamento della c.d. "transizione digitale".

2.2 La regolamentazione interna in materia di Minibond

Tra i numerosi strumenti, per quel che qui interessa, di primo rilievo risultano appunto i Minibond. A tal proposito, tra il 2012 e il 2014 è stata attuata la c.d. "**Riforma Minibond**" finalizzata ad individuare strumenti alternativi al tradizionale canale bancario.

Il D. L. 83/2012, convertito con L. 134/2012 (c.d. **Decreto Sviluppo**), come modificato dal D. L.

179/2012, convertito con L. 221/2012 (c.d. **Decreto Sviluppo-Bis**), ha introdotto nuove disposizioni dirette, tra l'altro, ad incentivare il ricorso da parte di società non quotate (comprese le piccole e medie imprese, ad eccezione delle microimprese), all'emissione di strumenti di finanziamento quali obbligazioni e titoli similari (i "**Minibond**")⁸. Infatti, la rimozione di alcuni vincoli di natura civilistica e fiscale ha favorito l'opportunità da parte delle società non quotate di accedere al mercato dei capitali mediante l'emissione di Minibond sostanzialmente alle stesse condizioni delle società quotate, dando così loro modo di fruire di fonti di finanziamento alternative rispetto al tradizionale canale bancario per sviluppare piani di sviluppo e di investimento di lunga durata. Una dinamica che sembrerebbe essere stata accolta favorevolmente dagli operatori del mercato e che, se adeguatamente supportata e sviluppata, potrebbe continuare a dimostrare importanti margini di crescita.

8 Nello specifico, in relazione alle società per azioni: è stata eliminata l'applicazione dei limiti quantitativi di cui all'art. 2412, cc. 1 e 2, c.c. (doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili) per l'emissione di obbligazioni destinate alla quotazione in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione; è stato introdotto un regime fiscale di favore per l'emissione dei Minibond relativo alla deducibilità degli interessi passivi e la disapplicazione della ritenuta del 26% prevista dall'art. 26, D.P.R. 29 settembre 1973 n. 600; l'estensione dell'ambito di applicazione della cartolarizzazione alle obbligazioni ed ai titoli similari; l'estensione, su scelta della società emittente, dell'applicabilità del regime dell'imposta sostitutiva (pari allo 0,25%) in materia di garanzie concesse nell'ambito di operazioni di emissione di Minibond; l'estensione della disapplicazione della ritenuta d'acconto sui proventi derivanti dai Minibond, qualora questi ultimi siano sottoscritti da parte di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari le cui quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati e il cui patrimonio sia investito prevalentemente in tali Minibond; l'estensione dell'applicabilità del privilegio speciale sui beni mobili destinati all'esercizio dell'impresa, previsto dall'art. 46 del Testo Unico Bancario - prima previsto solo per i finanziamenti a medio e lungo termine - anche alle obbligazioni e titoli similari emessi da società ai sensi degli articoli 2410 e seguenti o 2483 del codice civile, aventi una scadenza a medio lungo termine, la cui sottoscrizione e circolazione è riservata a investitori qualificati.

Occorre, infine, far presente che il Decreto del Ministero delle Finanze del 5 giugno 2014 ha autorizzato il Fondo di Garanzia per le PMI a concedere garanzia sulle operazioni di Minibond secondo quanto previsto dalle Istruzioni Operative in merito.⁹

Oltre alle garanzie sul singolo Minibond è prevista la garanzia di portafoglio dei Minibond. Tuttavia, questa possibilità presenta dei limiti che ne hanno reso poco praticata la soluzione.

In particolare:

- il taglio massimo garantibile è pari a 1,5 milioni di euro per ogni Minibond mentre sulle operazioni singole si arriva a 5 milioni di euro.
- lo spessore della *tranche junior* prevista è dell'8%, mentre data la tipologia di sottostante sarebbe più idoneo uno spessore del 15%.

È stato, inoltre, previsto che:

- la garanzia di portafoglio del Fondo possa essere combinata con le risorse regionali delle sezioni speciali (molte regioni hanno optato per questa soluzione destinando parte delle risorse regionali a supporto della PMI);
- la garanzia del FCG possa essere rilasciata a veicoli di cartolarizzazione.

Combinando la garanzia di portafoglio dei Minibond (con le opportune modifiche), le risorse regionali per una garanzia maggiore e la possibilità di rilasciare la garanzia a favore di veicoli di cartolarizzazione si potrebbero strutturare dei *Basket Bond*.¹⁰

2.3 Il ruolo dei Minibond nella recente decretazione emergenziale

2.3.1 FONDO DI GARANZIA PMI

Come è noto, la pandemia da Covid-19 ha generato una crisi di liquidità delle imprese tale da necessitare dell'adozione di una decretazione emergenziale *ad hoc*.

Dapprima il D. L. 18/2020 (“Decreto Cura Italia”) e, in seguito, il D. L. 23/2020 (“Decreto Liquidità”) hanno previsto a favore delle PMI, per un determinato periodo di tempo, la possibilità di accedere alla garanzia del Fondo di Garanzia PMI (il “Fondo”) con la possibilità di ottenere finanziamenti di importi maggiori e di garanzie a copertura più ampia del finanziamento rispetto ai limiti della regolamentazione previgente - per i Minibond trattati di una possibile copertura fino al 90%.

Inoltre, il Decreto Liquidità ha potenziato il Fondo, incrementando le coperture della garanzia, ampliando la platea dei beneficiari e semplificando le procedure di accesso.

2.3.2 “GARANZIA ITALIA”

In linea con quanto sopra, il Decreto Liquidità ha autorizzato SACE S.p.A. a concedere garanzie in favore di banche, istituzioni finanziarie e altri soggetti abilitati all'esercizio del credito in Italia per finanziamenti da questi concessi in qualsiasi forma alle imprese con sede in Italia (c.d. “Garanzia Italia”), e quindi an-

che sotto forma di prestiti obbligazionari o altri titoli di debito.

Garanzia Italia viene rilasciata alle imprese che: (i) abbiano esaurito il *plafond* massimo disponibile per ottenere coperture da parte del Fondo di garanzia per le PMI, (ii) abbiano un *rating* attribuito da una primaria agenzia almeno pari alla classe BB o equivalente (previsione che, tuttavia, trova applicazione solamente in caso di emissione di Minibond), (iii) non siano classificate nella categoria delle imprese in difficoltà al 31 dicembre 2019 e (iv) non risultino presenti tra le posizioni deteriorate presso il sistema bancario alla data del 29 febbraio 2020, nel caso di emissioni obbligazionarie organizzate da soggetti diversi da banche, istituzioni finanziarie nazionali e internazionali o altri soggetti abilitati all'esercizio del credito.

In relazione all'applicazione del meccanismo del Garanzia Italia ad emissioni obbligazionarie, risulta opportuno evidenziare che comunque sussistono talune criticità se, per esempio, confrontate con le attività di finanziamento; si pensi, per esempio, alla necessità di un *rating* non inferiore a BB - (nonostante la collegata attività di *due diligence* sia quanto meno paragonabile, se non più significativa, per le emissioni obbligazionarie) o all'obbligo per i sottoscrittori originari di mantenere una quota complessivamente pari ad almeno il 30% dell'importo dell'emissione (obbligo che permane fino alla scadenza del prestito obbligazionario qualora il *rating* risulti inferiore a BBB).

Si segnala, inoltre, che, considerata l'utilità delle misure di cui sopra, da ultimo il D. L. 73/2021 (c.d. “Decreto Sostegni-Bis”), tramite l'art. 13, c. 3, ha esteso le disposizioni relative alla Garanzia Italia al 31 dicembre 2021 e ha ampliato l'operatività del Fondo Centrale di Garanzia PMI¹¹ - *inter alia* - includendo anche i portafogli di titoli (obbligazioni e

titoli di debito), di importo compreso tra 2 milioni e 8 milioni di euro, oggetto di operazioni di cartolarizzazione, tradizionale o sintetica¹². In questo caso la garanzia è concessa in favore delle c.d. *Mid-Cap*, ossia imprese con un numero di dipendenti non superiore a 499 a fronte della realizzazione di programmi qualificati di sviluppo aziendale.¹³

Infine, lo stesso comma 3 dell'art. 13 del Decreto Sostegni-Bis prevede che, con decreto del Ministro dello Sviluppo Economico, di concerto con il Ministro dell'Economia e delle Finanze, sono stabilite (i) le modalità, i termini, i limiti e le condizioni per la concessione della garanzia, (ii) le caratteristiche dei programmi di sviluppo finanziabili, (iii) i requisiti dei soggetti proponenti e delle operazioni di cartolarizzazione ammissibili, (iv) le modalità e i criteri di loro selezione e (v) le modalità di coinvolgimento nell'operazione di eventuali investitori istituzionali o professionali.

⁹ Cfr. Disposizioni operative, in vigore dal 15 marzo 2019, approvate ai sensi del decreto del Ministro dello Sviluppo Economico di concerto con il Ministro dell'Economia e delle Finanze del 6 marzo 2017 e Modalità operative per la concessione della garanzia su portafogli di Minibond pubblicate con Circolare n. 674 del 23 ottobre 2014 e in vigore dal 7 novembre 2014.

¹⁰ Nello specifico, deve trattarsi di obbligazioni: (i) non finalizzate al finanziamento

dell'attività d'impresa, (ii) non aventi ad oggetto la sostituzione di linee di credito già erogate al beneficiario finale, (iii) le date di sottoscrizione e di messa a disposizione delle somme al soggetto beneficiario finale devono essere successive alla data di delibera del Consiglio di gestione di accoglimento della richiesta di garanzia del Fondo, (iv) di durata compresa tra i 36 e i 120 mesi; e (v) non prevedere l'obbligo di conversione.

¹¹ Si rammenta che il Fondo già prevedeva il rilascio di garanzie su portafogli di finanziamenti.

¹² A tal riguardo, il destinatario diretto della garanzia non è (ancora) il veicolo di cartolarizzazione e l'intervento del Fondo sarebbe attuabile con due diverse modalità: a) rilascio della garanzia della sezione speciale del Fondo nell'ambito di una cartolarizzazione tradizionale, in cui quindi il portafoglio di obbligazioni è oggetto di trasferimento a favore della SPV di cartolarizzazione (true sale) che provvederà a sua volta ad emettere titoli di cartolarizzazione; b) o rilascio della garanzia della sezione speciale del Fondo nell'ambito di una cartolarizzazione sintetica, in cui quindi il portafoglio di obbligazioni rimane di titolarità, e sul bilancio del cedente, con l'effetto mitigante della garanzia del Fondo.

¹³ In data 26 maggio 2021, MCC ha pubblicato la Circolare 4/2021 relativa alle applicazioni del Decreto Sostegni-Bis al Fondo di garanzia PMI. In questa sede MCC ha comunicato che, ai sensi di quanto previsto dall'art. 13, c. 3, del Decreto Sostegni-Bis, le garanzie di cui all'art. 13 della legge di conversione del Decreto Liquidità non potranno più essere concesse alle imprese “diverse dalle PMI” con un numero di dipendenti non superiore a 499. La Circolare, pertanto, ha chiarito che, a partire dalla data del 26 maggio 2021, il Fondo non può più rilasciare garanzie in favore di tali tipologie di imprese, anche se la richiesta di garanzia è stata presentata antecedentemente a tale data. Nel documento si precisa, tuttavia, che tali tipologie di imprese restano comunque ammissibili all'intervento del Fondo nell'ambito del rilascio di garanzie su portafogli di finanziamenti.

3 I Basket Bond

Alla luce della comprovata bontà dei Minibond quale strumento finanziario che permette alle imprese di ricevere liquidità attraverso canali alternativi rispetto a quello tradizionale, una naturale evoluzione degli stessi ha portato alla diffusione dei c.d. *Basket Bond*. La possibilità di strutturare operazioni di emissione di *Basket Bond* è conseguenza dell'emanazione del D. L. 145/2013 ("**Decreto Destinazione Italia**") convertito nella L. 9/2014, il quale ha inserito il c. 1-bis all'art. 1 della L. 130/1999; tale decreto, infatti, ha permesso alle società veicolo di cartolarizzazione ("**SPV**") di sottoscrivere anche titoli di debito, nello specifico "*obbligazioni e titoli similari*". Questo intervento di modifica è stato accolto con entusiasmo da parte degli operatori del mercato, i quali hanno quindi avviato operazioni con strutture che coinvolgessero contemporaneamente più imprese.

Nella specie, si tratta di operazioni di cartolarizzazione di prestiti obbligazionari o titoli di debito emessi da diverse società ma con caratteristiche similari; tali società sono selezionate applicando criteri prestabiliti che mirano a definire un determinato livello di omogeneità economico-finanziaria di settore merceologico e/o territoriale (così da creare una categoria di rischio il più possibile uniforme e omo-

genea per gli investitori di appartenenza). L'importo di ogni singola emissione viene definito all'interno di un *range* prefissato, così come la sua durata e la struttura di rimborso.

Il portafoglio di titoli (appunto "*Basket Bond*") viene sottoscritto da una SPV. Quest'ultima, a propria volta, finanzia l'acquisto dei Minibond mediante l'emissione di titoli ABS che sono sottoscritti dagli investitori del settore e, nello specifico, dagli investitori istituzionali.

Gli investitori finali, quindi, acquistano titoli cartolarizzati aventi come sottostante un 'paniere' diversificato che, così facendo, riesce a raggiungere una massa critica significativa. Normalmente le emissioni sono di tipo mono-tranche con forme di supporto di credito (*Credit Enhancement*) che riducono il rischio per gli investitori. È anche possibile creare più tranches di ABS, *junior*, *mezzanine* e *senior*, che possono essere sottoscritte da investitori differenti, ovviamente con profili di rischio e rendimento diversi. Le forme di *Credit Enhancement* ad oggi implementate sono state strutturate a valere di: (i) una quota parte dei proventi dell'emissione delle società partecipanti all'operazione che, in forma mutualistica, si garantiscono vicendevolmente nei limiti degli importi trattenuti, (ii) utilizzando garanzie di carattere regionale a valere

su fondi comunitari e non, e (iii) ricorrendo a garanzie rilasciate da terzi (es. SACE S.p.A.).

Tale caratteristica permette di mitigare sensibilmente il rischio di credito del paniere con il risultato di ottenere una durata mediamente più lunga ed un costo competitivo rispetto alle tradizionali forme di finanziamento. In questo modo le PMI facendo parte del *pool* possono soddisfare necessità di finanziamento a medio-lungo termine a costi concorrenziali rispetto a un finanziamento o a un bond stand alone, e implementare piani di sviluppo e investimento.

In tal senso, negli ultimi anni sono state realizzate diverse operazioni che hanno coinvolto enti regionali (quali finanziarie regionali), istituzioni (SACE S.p.A.) e investitori istituzionali (come Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. ("CDP"), in primis *Banca europea per gli investimenti*, e Mediocredito Centrale S.p.A. - "MCC"). Tra le maggiori operazioni di successo vanno annoverati "*Viveracqua Hydrobond*", "*ELITE Basket Bond*", "*Export Basket Bond Programme*", "*Trentino Minibond*", "*Lombardia Basket Bond Programme*", "*Garanzia Campania Bond*", "*Basket Bond Puglia*" e "*Basket Bond di filiera strategica*".

4 Ruolo delle istituzioni nelle operazioni di emissione di Minibond e Basket Bond

L'accesso agevolato da parte delle imprese, soprattutto di piccole dimensioni, a fonti di finanziamento non è certamente una necessità sorta in conseguenza dalle imponenti ripercussioni economiche causate dalla pandemia ancora in corso.

Infatti, l'imprenditoria italiana (e non solo) ha da sempre manifestato l'opportunità, se non il bisogno, di fruire di liquidità per onorare i propri impegni con Stato, lavoratori dipendenti e fornitori, ma anche per espandere e potenziare la propria attività. Tradizionalmente, come detto, il canale bancario è stata la fonte alla quale le PMI si sono rivolte anche e soprattutto perché non a conoscenza di strumenti alternativi.

Tuttavia, negli anni, i canali di finanziamento tradizionali non sono in parte riusciti - e non riescono tuttora - a soddisfare le numerose richieste di finanziamento anche a causa di alcuni vincoli imposti dalle Autorità Regolatorie. È proprio questa circostanza, quindi, che ha portato al potenziamento della finanza alternativa a beneficio delle PMI, complementare a quella offerta dal canale bancario. Gli strumenti ai quali le prassi di mercato prima e il legislatore dopo hanno dato vita sono numerosi e variegati; tra quelli di maggior successo, si possono certamente annoverare i Minibond e i *Basket Bond*, i quali possono diventare maggiormente appetibili sul mercato se supportati da risorse pubbliche.

A tal proposito, i benefici che l'intervento di istituzioni e investitori istituzionali può comportare per la strutturazione delle operazioni di emissione, sono stati colti dal legislatore italiano diversi decenni addietro quando enti quali - inter alia - SACE S.p.A., MCC in qualità di mandataria dell'R.T.I. che gestisce il Fondo di Garanzia PMI e CDP hanno portato avanti attività di catalizzazione di risorse regionali, nazionali e comunitarie per valorizzare iniziative di *risk sharing* e concedere le garanzie necessarie a favore di intermediari finanziari a copertura dei finanziamenti accordati a PMI, sul territorio nazionale, ma anche all'estero, e piani di crescita delle imprese interessate. Le principali attività condotte in questi termini attengono, infatti, a interventi di contro-garanzia, tramite l'utilizzo di fondi pubblici interni e comunitari o tramite risorse apportate anche da soggetti privati.

In tal senso, la prima esperienza di finanziamento di un *pool* di aziende attraverso l'emissione di Minibond è avvenuta nel Dicembre 2017 con il lancio di *ELITE Basket Bond*, un'operazione da 122 milioni di euro finalizzata a supportare la crescita di 10 società coinvolte nel programma ELITE. All'emissione, in qualità di investitori, hanno partecipato Banca europea per gli investimenti e CDP che hanno sottoscritto titoli di cartolarizzazione per una quota rispettivamente del 50% e del 33% dell'ammontare complessivo dell'emissio-

ne, mentre il resto è stato sottoscritto da una serie di altri investitori professionali fra cui Banca Ifis e fondi gestiti da Zenit sgr. Elemento distintivo dell'operazione *ELITE Basket Bond* è che, a mitigazione del rischio di credito delle società emittenti, i titoli di cartolarizzazione beneficiano di una forma di credit enhancement rappresentata da una garanzia fornita in via mutualistica dalle stesse società emittenti a copertura degli obblighi di pagamento di tutte le società del paniere.

A seguito dell'esperienza maturata con l'operazione *ELITE Basket Bond*, tra i principali attori istituzionali, preme sottolineare il ruolo di CDP, che ha dimostrato nel corso degli ultimi anni di voler essere assolutamente protagonista (facendosi affiancare da istituti finanziari o da finanziarie regionali) del supporto alle operazioni di *Basket Bond*, intervenendo come *anchor investor* delle emissioni di titoli e di MCC che ha agito nei diversi ruoli di *arranger* e, congiuntamente, a CDP, nel ruolo sia di *anchor investor* sia di *investor*.

In quest'ottica, a inizio 2019 è stato lanciato da CDP e altri partner, tra cui Banca Finint nel ruolo di *arranger*, l'*Export Basket Bond Programme*, un programma da €500 milioni di euro per supportare l'internazionalizzazione delle imprese italiane con finanza a medio-lungo termine. L'innovativo meccanismo si basa sull'emissione di un titolo (ABS) garantito da un pool di Minibond, emessi da Società ELITE e garantiti da SACE.

Alla prima emissione hanno preso parte 10 società ELITE, con fatturato compreso tra 20 e 120 milioni di euro. L'ammontare complessivo della prima emissione è stato pari a 50 milioni di euro, con CDP che nell'operazione ha svolto il ruolo di *anchor investor* ed MCC è intervenuta in qualità di *co-investor*.

Sempre nel 2019, hanno preso il via due programmi di *Basket Bond* regionali. Tali programmi prevedono la costituzione di un portafoglio di Minibond emessi da società con sede nella regione di riferimento, per finanziare i rispettivi piani di sviluppo e crescita nel territorio target con scadenze a medio-lungo termine. I programmi hanno l'obiettivo di sostenere il tessuto imprenditoriale e sociale dell'area *target* e tipicamente il portafoglio di Minibond beneficia di una garanzia pubblica, sotto forma di *cash collateral*, rilasciata dalla Finanziaria Regionale a copertura del 100% delle prime perdite registrate sul portafoglio, con un *cap* iniziale al 25%.

Il Programma "*Garanzia Campania Bond*" prevede la costituzione di un portafoglio di Minibond emessi da società campane per un importo massimo di 148 milioni di euro.

Il portafoglio beneficia di una garanzia pubblica, sotto forma di *cash collateral*, rilasciata da Sviluppo Campania a copertura del 100% delle prime perdite registrate sul portafoglio, con un *cap* iniziale al 25% per un importo massimo di 37 milioni di euro. Nel 2020 sono stati portati a termine cinque *closing* e finanziate 41 PMI per 97 milioni di euro; nel 1Q 2021 sono stati finalizzati due *closing* con 13 società per complessivi 22 milioni di euro. MCC ha agito, in qualità di mandataria dell'R.T.I. costituito con FISG, come *arranger* dell'operazione. Le note di cartolarizzazione sono sottoscritte al 50% da cadauno CDP e MCC, che operano in qualità di *anchor investor* dell'operazione.

Il Programma "*Basket Bond Puglia*" prevede la costituzione di un portafoglio di Minibond emessi da società pugliesi per un importo massimo di 160 milioni di euro. Le società in questione emettono Minibond interamente sottoscritti da UniCredit S.p.A. (*arranger* e co-investitore dell'operazione) che poi cede alla società veicolo il 95% del totale dei Minibond sottoscritti. In seguito, i titoli ABS emessi dalla società veicolo sono sottoscritti fino al 50% da CDP e MCC, che svolgono il ruolo di *anchor investor* nell'operazione. Il portafoglio beneficia di una garanzia pubblica, sotto forma di *cash collateral*, rilasciata da Puglia Sviluppo, per un importo massimo di 40 milioni di euro. Nel 2020 sono stati portati a termine 2 *closing* per 14 PMI complessive finanziate per complessivi 52 milioni di euro; nel 1Q2021 è stato finalizzato un *closing* con 3 società per circa 12 milioni di euro.

Il risultato è che nel 2020 come conseguenza dello sviluppo dei progetti di *Basket Bond* ed in particolare dei programmi "*Garanzia Campania Bond*" e "*Basket Bond Puglia*", in queste due regioni si è registrato un importante exploit rispetto a quanto avvenuto nel periodo 2012-2019, con dati che hanno permesso sia alla Campania che alla Puglia di balzare fra le prime regioni per numero di emissioni, attestandosi come indiscusse protagoniste del mercato. Infatti, se nel periodo 2012-2019 in Campania si sono registrate 27 società emittenti ed in Puglia soltanto 9, nel 2020 la Campania risulta essere al primo posto in Italia per nu-

mero di società emittenti (43), seguita dalla Lombardia (36), dal Veneto (29) e dalla Puglia (14).

Menzione specifica va fatta per un altro *Basket Bond* regionale, ovvero il c.d. “*Trentino Minibond*”, l’operazione confezionata dal Fondo Strategico del Trentino-Alto Adige, gestito da Finint SGR, volta a favorire l’accesso al mercato dei capitali anche alle imprese di piccola dimensione, con fatturato compreso fra 5 milioni e 15 milioni di euro, con sede nella provincia di Trento. L’investimento complessivo è stato pari a 10,2 milioni di euro, mentre le differenti emissioni hanno importi compresi tra 0,5 milioni e 1,6 milioni di euro. Si tratta di un’operazione di sistema innovativa in quanto è attuata senza l’ausilio di una cartolarizzazione, ma che prevede un meccanismo di mutualità ‘premiante’ con una riduzione significativa del tasso qualora il gruppo delle società rispetti quanto previsto dai propri business plan.

Accanto ai *Basket Bond* regionali troviamo anche operazioni di *Basket Bond* che non prevedono la presenza di *Credit Enhancement* con risorse pubbliche: sono i cosiddetti “*Basket Bond* a Mercato”, programmi volti a sostenere gli investimenti per lo sviluppo e la crescita di PMI e *Mid-Cap* italiane.

In tale ambito, nell’ultimo biennio, sono stati lanciati due differenti programmi: uno con focus regionale, denominato “*ELITE Basket Bond Lombardia*” strutturato da Banca Finint, l’altro con focus settoriale, dedicato alle filiere strategiche italiane, denominato “*Basket Bond di filiera strategica*” strutturato dal Gruppo UniCredit.

Il primo programma prevede il finanziamento di imprese lombarde fino ad un importo massimo complessivo di 80 milioni di euro. Tra il 2019 e il 2020 sono stati portati a termine due closing attraverso i quali sono state finanziate tre società lombarde, incluse nel programma *ELITE*, per complessivi 32 milioni di euro, con CDP e la Finanziaria Regionale lombarda (Finlombarda) che hanno agito in qualità di *anchor investor* dell’iniziativa.

Il secondo programma è dedicato a PMI e *Mid-Cap* italiane attive nelle filiere strategiche nazionali, che hanno un rilevante impatto sullo sviluppo della competitività del tessuto economico italiano, al fine di supportarne i piani di crescita e di sviluppo. Le società emettono Minibond fino ad un importo complessivo di circa 200 milioni di euro, che vengono sottoscritti, in parti uguali, da UniCredit e da una società veicolo di cartolarizzazione (“*SPV*”), che a sua volta emette ABS interamente sottoscritti da CDP.

Con il primo *closing* dell’operazione, sono state finanziate, per 21 milioni complessivi, tre società italiane del settore viti-vinicolo.

Inoltre, Banca Finint ha strutturato anche l’operazione “*Viveracqua Hydrobond*”, un’emissione di titoli ABS *mono tranche* con *Credit Enhancement* fornito dalle stesse emittenti, la quale ha visto due *tranche* di emissione di Minibond da parte di società del servizio idrico integrato nella regione Veneto, con conseguente cartolarizzazione degli stessi (le due *tranche* sono state emesse nel 2014 e nel 2016 e gli emittenti sono stati rispettivamente 8 e 5, per un ammontare totale di 227 milioni di euro con *Credit Enhancement* anche di Ve-

neto Sviluppo S.p.A.). Nel 2020 è stata completata la terza operazione di emissione (6 emittenti per un totale pari a 248 milioni di euro). Anche la collocazione dei titoli è stata effettuata da Banca Finint e ha visto come *anchor investor* BEI, CDP e un investitore estero.

Infine, va segnalata l’iniziativa sperimentale avviata nel 2021 da Camera di Commercio di Milano, Monza Brianza e Lodi con il supporto di Innexa. La Camera ha messo a disposizione un primo fondo di 100mila euro per erogare contributi finalizzati all’abbattimento dei costi di emissione di Minibond da parte di Piccole e Medie Imprese, con un percorso di tutoraggio e di accompagnamento.

Si tratta, a bene vedere, di un chiaro consolidamento di attività legate alla concessione di finanziamenti effettuate tramite canali alternativi e diversi rispetto a quello tradizionale che non hanno pretesa di sostituirlo, ma solamente di contribuire al rafforzamento del sistema creditizio e finanziario attraverso la diversificazione delle fonti di finanziamento, con una quota via via sempre crescente di finanziamento mediante l’accesso diretto ai mercati dei capitali e con una maggiore partecipazione degli investitori istituzionali e dei mercati finanziari alternativi.

Conclusioni

In conclusione, si ritiene opportuno evidenziare che:

- Il **mercato dei Minibond** è in costante crescita e costituisce una **valida opportunità per le PMI** di ottenere le risorse necessarie ad assicurare lo sviluppo dei propri investimenti. Inoltre, in ottica prospettica, il *Quadro finanziario pluriennale (QFP)* rappresenta un'importante opportunità per il supporto agli strumenti di finanza alternativa: i fondi stanziati potrebbero infatti essere convogliati anche tramite operazioni di emissione di *Basket Bond* a favore delle piccole e medie imprese.
- La transizione da una fase di iniezione di liquidità per supporto economico-finanziario statale ed europeo imponente ad una in cui l'intervento pubblico sarà presente in misura decrescente rende necessaria la crescita di realtà aziendali che avranno imparato ad interloquire autonomamente con gli investitori correnti, ma soprattutto periodicamente con potenziali futuri investitori. Affinché ciò accada è necessario che la quotazione del bond avvenga su un mercato strutturato per dimensioni e caratteristiche sulle PMI.
- In un'ottica di incentivazione del debito "virtuoso" potrebbe essere opportuno effettuare un'indagine anche in merito al **rapporto tra le PMI e i temi ESG** (*Environmental, Social e Governance*) che, come noto, sono ritenuti prioritari dall'Unione Europea anche in relazione agli investimenti delle PMI come confermato dallo sviluppo del segmento dei *Green e Social Bond*. In questa prospettiva, un supporto anche nel campo della comunicazione finanziaria potrebbe certamente essere utile per portare le imprese di minori dimensioni ad una rappresentazione chiara e corretta anche sull'**impiego dei proventi** delle emissioni.

- Il legislatore – valutandone positivamente la funzione volta a favorire la crescita economica – negli anni ha valorizzato sempre più la disciplina in materia di cartolarizzazioni, intervenendo per affinarla e adeguarla alle rinnovate esigenze del mercato. La possibilità di strutturare operazioni di *Basket Bond* ha permesso di coniugare la necessità di ottenere credito da parte delle PMI a costi concorrenziali e su orizzonti temporali di medio-lungo periodo, con l'ottenimento di una mitigazione del rischio non possibile nelle emissioni *stand alone*. Nelle principali operazioni effettuate in Italia sino a questo momento, opportunità e benefici sono stati riscontrati sia da parte delle Istituzioni pubbliche che hanno partecipato a tali iniziative che da parte delle imprese.
- In quei territori regionali nei quali il mercato dei Minibond si è imposto, sono stati evidenti i vantaggi in termini economici per il settore imprenditoriale. Occorre evidenziare, infatti, che in media il valore dell'emissione dei Minibond rappresenta il 32,86% del fatturato delle PMI operanti nel Centro e Nord Italia (ed è pari a 4,43 milioni di euro). Nelle regioni del Sud Italia, d'altro canto, l'ammontare medio del valore dei Minibond costituisce il 27,6% dell'intero fatturato delle imprese emittenti (e ammonta a 2,98 milioni di euro).
- Appare, dunque, opportuno sviluppare il mercato dei Minibond e dei *Basket Bond* nel contesto descritto, tenuto conto dei benefici che ne potrebbero derivare sull'intero sistema economico nazionale. In conclusione, la presente ricerca evidenzia come un incremento della dimensione del mercato possa tradursi in un supporto alla crescita del sistema imprenditoriale e del numero di **posti di lavoro**.

Comitato di Revisione

- **Alberto Nobili**
Head of Corporate Debt, Advisory & International Transactions, Banca Finint S.p.A.
- **Simone Brugnera**
Responsabile Minibond e Direct Lending, Banca Finint S.p.A.
- **Anna Marucci**
Senior Manager, Fixed Income Listing, Borsa Italiana S.p.A.
- **Vincenzo Paolo Carbonara**
Head of Alternative Financing, CDP S.p.A.
- **Giovanni Frisone**
Head of Basket Bond, CDP S.p.A.
- **Alberto Maria Grimaldi**
Basket Bond, CDP S.p.A.
- **Fabrizio Negri**
Amministratore Delegato, Cerved Group S.p.A.
- **Antonio Chicca**
Partner, Executive Board Member, Epic SIM S.p.A.
- **Francesca Bartoli**
Vice President, Epic SIM S.p.A.
- **Mauro Sbroggiò**
Chief Executive Officer, Finint Investments SGR
- **Diomidis Dorkofikis**
Partner, Foresight Group
- **Fulvio Pelargonio**
Head of Business Development, Genesis AM
- **Massimo Marchitto**
Director, Genesis AM
- **Paolo Zisa**
Head of Securitisation & Structured Solutions, Banca Akros S.p.A.- Gruppo Banco BPM
- **Giada Sonogo**
Debt Capital Markets, Banca Akros S.p.A. - Gruppo Banco BPM
- **Danilo Maiocchi**
Direttore, INNEXTA - Consorzio Camerale Credito e Finanza
- **Avv. Doroty de Rubeis**
General Counsel, Mediocredito Centrale S.p.A.
- **Paolo Panariello**
Head of Investment Banking & Corporate Finance, MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A.
- **Sabrina Setini**
Senior Counsel, Orrick, Herrington & Sutcliffe
- **Alessandro Mallo**
Co-Head DCM Mid Market Italy, UniCredit S.p.A.

Il presente documento è distribuito da Cassa Depositi e Prestiti S.p.A., Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano e il Centro Studi Orrick - *Center of European Law and Finance* (CELF) (di seguito “gli Autori”).

Tutti i dati citati nel presente elaborato sono pubblici e le informazioni ivi contenute costituiscono il risultato di analisi condotte dagli Autori, su dati che possono provenire da varie fonti. Tali fonti sono ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita dagli Autori relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Le valutazioni, opinioni, previsioni o stime contenute nel documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le valutazioni, opinioni, previsioni o stime qui riportate.

Tutte le informazioni contenute nel presente documento potranno, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di modifica o aggiornamento da parte degli Autori, senza alcun obbligo degli Autori stessi di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

Gli Autori non garantiscono circa gli aspetti legali/regolamentari delle valutazioni ivi contenute. La presente pubblicazione viene fornita per meri fini di informazione e illustrazione e a titolo meramente indicativo non costituendo pertanto la stessa, in alcun modo, una proposta di conclusione di contratto, una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario o un servizio di consulenza, una futura strategia di business o commerciale degli Autori. La presente pubblicazione non costituisce una raccomandazione di investimento come definita ai sensi del Regolamento UE 596/2014 in materia di abusi di mercato.

Ciò premesso, i contenuti del documento riflettono esclusivamente le opinioni degli Autori e non impegnano la responsabilità degli Autori né i suoi amministratori e dipendenti devono essere ritenuti responsabili per eventuali danni diretti o indiretti, derivanti anche da imprecisioni e/o errori, che possano derivare a terzi dall'uso del documento.

Copyright

Il presente documento non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso degli Autori. Il *copyright* e ogni diritto di proprietà intellettuale su dati, informazioni, opinioni e valutazioni contenuti nel presente documento è di pertinenza degli Autori, salvo diversamente indicato.