



in collaborazione con



Aggiornamento sugli strumenti di finanziamento e sugli adempimenti connessi con l'emergenza COVID-19 (*)

Torino – 4 dicembre 2020

Dott. Sergio Sorrentino
Consulente strategico e finanziario
Sergio.sorrentino@sorrentinops.com

in collaborazione con

Alcune forme alternative di finanziamento delle imprese

- **I Minibond come strumento di finanziamento alternativo al credito bancario**
- **Alcuni temi di finanziamento delle imprese dei Servizi Pubblici – Settore Idrico e Trasporto Pubblico Locale**

I Minibond – Evoluzione della normativa

Si definiscono i mini-bond come “nuovi strumenti finanziari”: in realtà questa tipologia di obbligazioni era già prevista dalla normativa, che però è stata rivista estendendo, tra l’altro, i benefici fiscali e civilistici previsti per le società quotate a quelle non quotate . I provvedimenti che hanno riformato e semplificato la disciplina degli strumenti di finanziamento per l’attività di impresa sono, in ordine cronologico:

- il Decreto Sviluppo
- il Decreto Sviluppo bis
- il Decreto Destinazione Italia
- il Decreto Crescita e Competitività

I destinatari della riforma sono le società non quotate, diverse dalle banche e dalle microimprese.

Il Decreto Sviluppo e Sviluppo Bis

- Rimozione dei limiti quantitativi civilistici all'emissione delle obbligazioni
- Vantaggi fiscali a favore degli emittenti e degli investitori in minibond.
- Le obbligazioni di medio-lungo periodo sono disciplinate dal Libro V, Titolo V, Sezione VII del Codice Civile, che comprende gli articoli 2410-2422.
 - L'art. 2412 stabilisce dei limiti all'emissione di obbligazioni da parte delle Spa, prevedendo che l'emittente "può emettere obbligazioni al portatore o nominative per una somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato".
 - Tale limite "può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono sottoscritte da investitori professionali".

Il Decreto Sviluppo e Sviluppo Bis

- possibilità di emettere obbligazioni superiori al doppio del patrimonio netto a tutte le società non quotate, diverse dalle banche e dalle micro-imprese, che “emettono obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione”.
- Le novità riguardano esplicitamente le Spa ma, interessano, di fatto, anche le Srl che, secondo quanto previsto dall’art. 2483 del Codice Civile, possono emettere, purché previsto da statuto, titoli di debito destinati esclusivamente ad investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale.

Deduzione degli interessi passivi nei limiti previsti dalla normativa a condizione che i mini-bond siano:

- negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi UE o SEE “white List”
oppure
- detenuti da investitori professionali che non detengano, direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, più del 2% del capitale o del patrimonio dell’emittente.

Riassunto delle principali innovazioni legislative introdotte sui *minibond* dal 2012 al 2020

Decreto	Principali innovazioni
D.L. 83/2012 'Sviluppo' e D.L. 179/2012 'Sviluppo-bis'	<ul style="list-style-type: none"> • Eliminati i limiti massimi quantitativi previsti dall'art. 2412 del Codice Civile per le obbligazioni • Estensione a società non quotate della deducibilità degli interessi passivi, per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione e sottoscritti da investitori qualificati che non detengano più del 2% del capitale azionario • Deducibilità dei costi di emissione per le società non quotate • Esenzione della ritenuta alla fonte sui proventi per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione di Stati membri dell'UE o Paesi in "White List"
D.L. 145/2013 'Destinazione Italia'	<ul style="list-style-type: none"> • Semplificazione delle procedure di cartolarizzazione e maggiore protezione per gli investitori • Obbligazioni, titoli cartolarizzati, quote di fondi di <i>minibond</i> ammissibili come attivi a copertura delle riserve tecniche assicurative • Possibile garanzia dei titoli collateralizzati emessi da banche, anche di titoli societari e crediti alle PMI • Estensione dell'attività del Fondo Centrale di Garanzia anche a fondi per investimenti su singole emissioni e portafogli
D.L. 91/2014 'Competitività'	<ul style="list-style-type: none"> • Credito diretto alle imprese da parte di assicurazioni e società di cartolarizzazione • Eliminazione della ritenuta d'acconto sui finanziamenti di medio-lungo termine concessi da fondi e assicurazioni esteri • Eliminazione della ritenuta d'acconto su interessi e proventi di obbligazioni anche non quotate in sistemi multilaterali, purchè collocati da investitori istituzionali • Estensione dell'imposta sostitutiva a cessioni di crediti garantiti
Legge 145/2018 ('Legge di Bilancio 2019')	<ul style="list-style-type: none"> • Modifica della normativa sui PIR • Modifica della Legge 130/99 sulle cartolarizzazioni • Facoltà per le piattaforme di <i>equity crowdfunding</i> autorizzate da Consob di collocare <i>minibond</i> a investitori professionali in una sezione dedicata
Legge 157/2019 ('Decreto Fiscale 2020') e Legge 160/2019 ('Legge di Bilancio 2020')	<ul style="list-style-type: none"> • Ulteriori modifiche della normativa sui PIR

Alcuni dei vantaggi per le PMI con l'emissione di Minibond

- Opportunità di sostenere periodicamente, durante la vita del prestito, l'**esborso dei soli interessi sul finanziamento ottenuto**, evitando all'impresa ingenti uscite di cassa nel periodo in cui gli investimenti realizzati non hanno ancora generato adeguata liquidità.
- Consentono un **allungamento della durata media delle fonti di finanziamento delle imprese**. Tale allungamento può di conseguenza generare una maggiore coerenza tra la scadenza media dell'attivo patrimoniale e la durata media del passivo. Nel complesso, i mini-bond garantiscono all'impresa stabilità del credito per un periodo medio-lungo, senza il rischio di richieste anticipate di rientro dalle linee di fido.
- Il **miglioramento degli equilibri patrimoniali e finanziari** d'impresa potrebbe successivamente portare a più favorevoli valutazioni del merito creditizio aziendale da parte del sistema bancario.
- Il ricorso ai mini-bond può consentire alle imprese di presentarsi più affidabili nei confronti del sistema bancario, con un **potenziale miglioramento del giudizio di rating** ad esse attribuito e un conseguente incremento delle potenzialità di accesso ai canali bancari, a prezzi potenzialmente più contenuti.

Il ruolo del Corporate Advisor

- L'**Advisor** è un consulente esterno che affianca le aziende in momenti particolari, ad esempio quando debbano realizzare operazioni straordinarie che richiedono competenze specialistiche e conoscenza completa dei processi inerenti l'approvvigionamento di finanza di capitali.
- L'Advisor affianca la società emittente nei diversi passaggi necessari per giungere all'emissione del minibond interfacciandosi con i soggetti coinvolti nel processo di emissione (*arranger*, agenzia di rating, consulenti legali e altri eventuali consulenti).
- Svolge un triplice ruolo:
 - ❖ di valutatore preliminare dell'emittente
 - ❖ di organizzatore dell'operazione
 - ❖ di supervisione dell'attività di redazione dei documenti necessari

Il ruolo del Corporate Advisor

- Nella fase propedeutica, l'Advisor realizza una valutazione preliminare dell'emittente e un'analisi di fattibilità/convenienza economico-finanziaria dell'emissione. A tal fine, vengono esaminati, tra gli altri:
 - ❖ La *governance* e la struttura organizzativa della società
 - ❖ il tipo di business
 - ❖ la situazione finanziaria attuale e prospettica
 - ❖ i principali indicatori di bilancio e il progetto di sviluppo che si intende finanziare
- Successivamente, laddove si verifichi la sussistenza delle condizioni necessarie per la realizzazione dell'operazione, l'Advisor predispone i dati e i documenti necessari al successivo processo di *due diligence* e all'eventuale emissione del rating.
- Identifica le caratteristiche dell'obbligazione più adatte al progetto di sviluppo dell'azienda e al suo profilo economico-finanziario.
- L'emittente di sovente nelle fasi successive all'emissione richiede l'assistenza dell'Advisor attraverso l'analisi periodica del rispetto dei *covenant* e l'indicazione di eventuali criticità legate all'andamento economico-finanziario delle società.

Il mercato dei Minibond in Italia

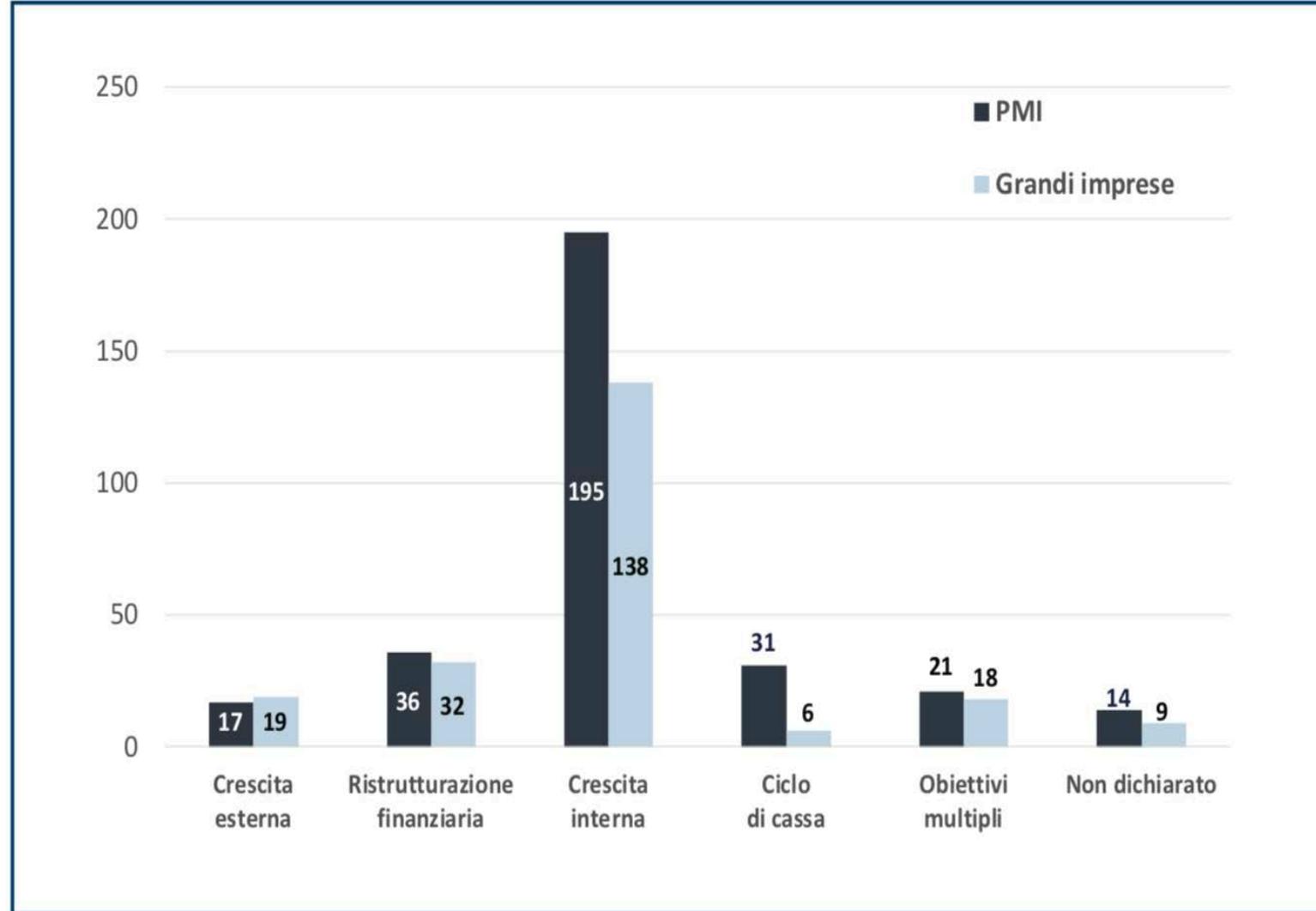
Principali trend (*)

(*) Fonte: Osservatorio Minibond, febbraio 2020 – Politecnico di Milano

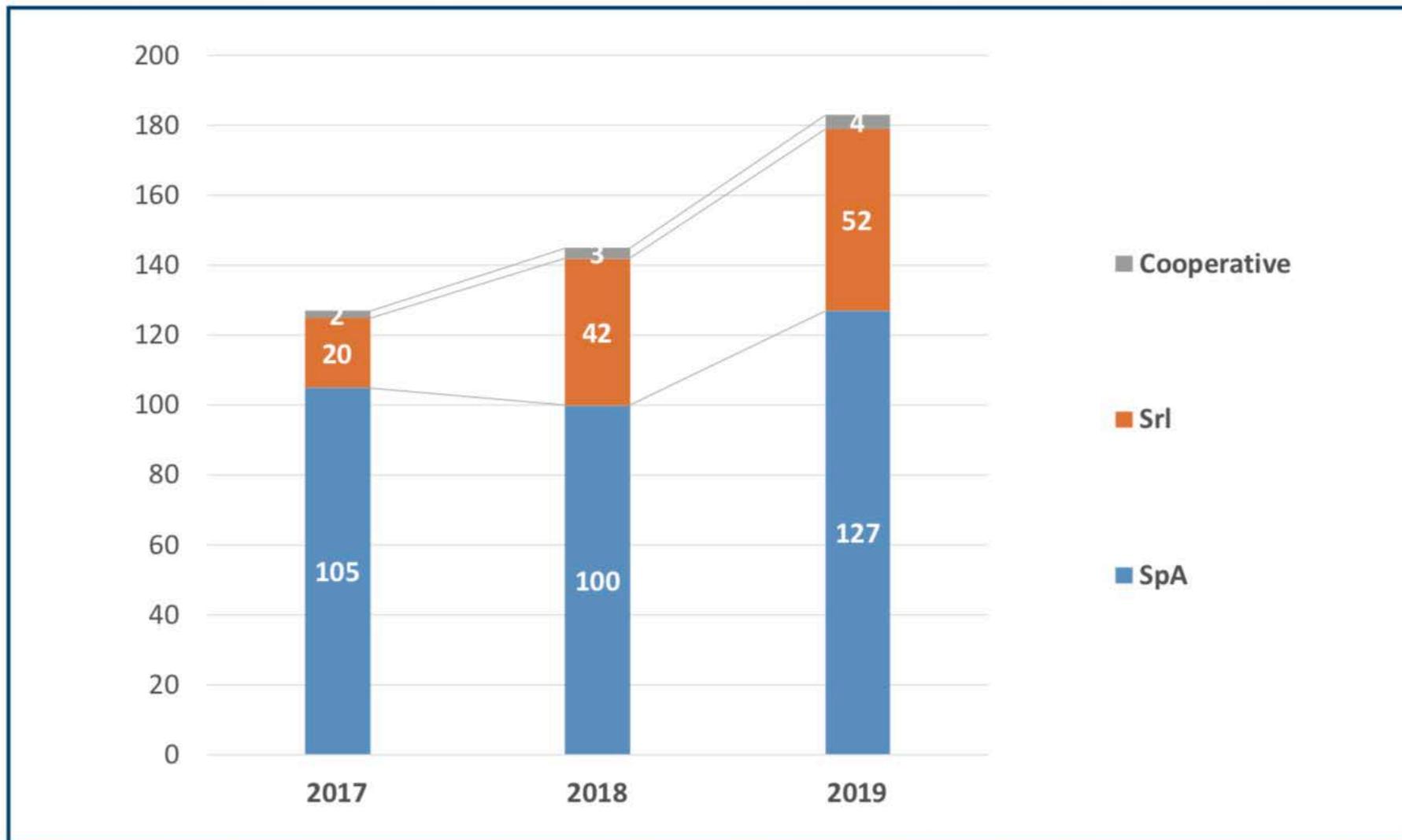
Principali motivi alla base delle emissioni di Minibond

Sono state identificate quattro motivazioni principali:

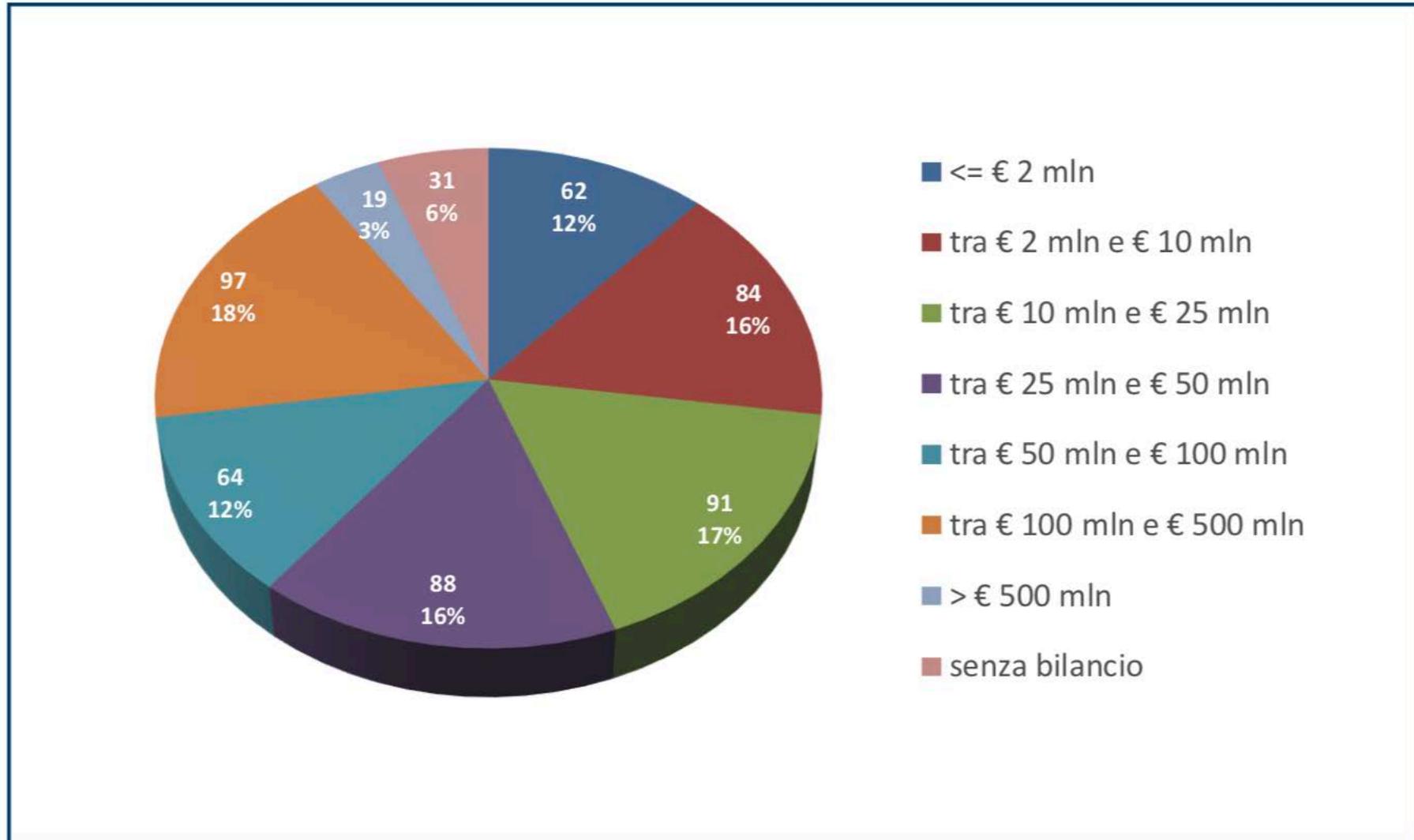
1. il finanziamento della crescita 'interna', ovvero la raccolta di capitale per sostenere gli investimenti in ricerca e sviluppo, in nuovi prodotti o l'apertura in nuovi mercati;
2. il finanziamento della crescita 'esterna', ovvero il sostegno a eventuali acquisizioni di altre imprese o divisioni;
3.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



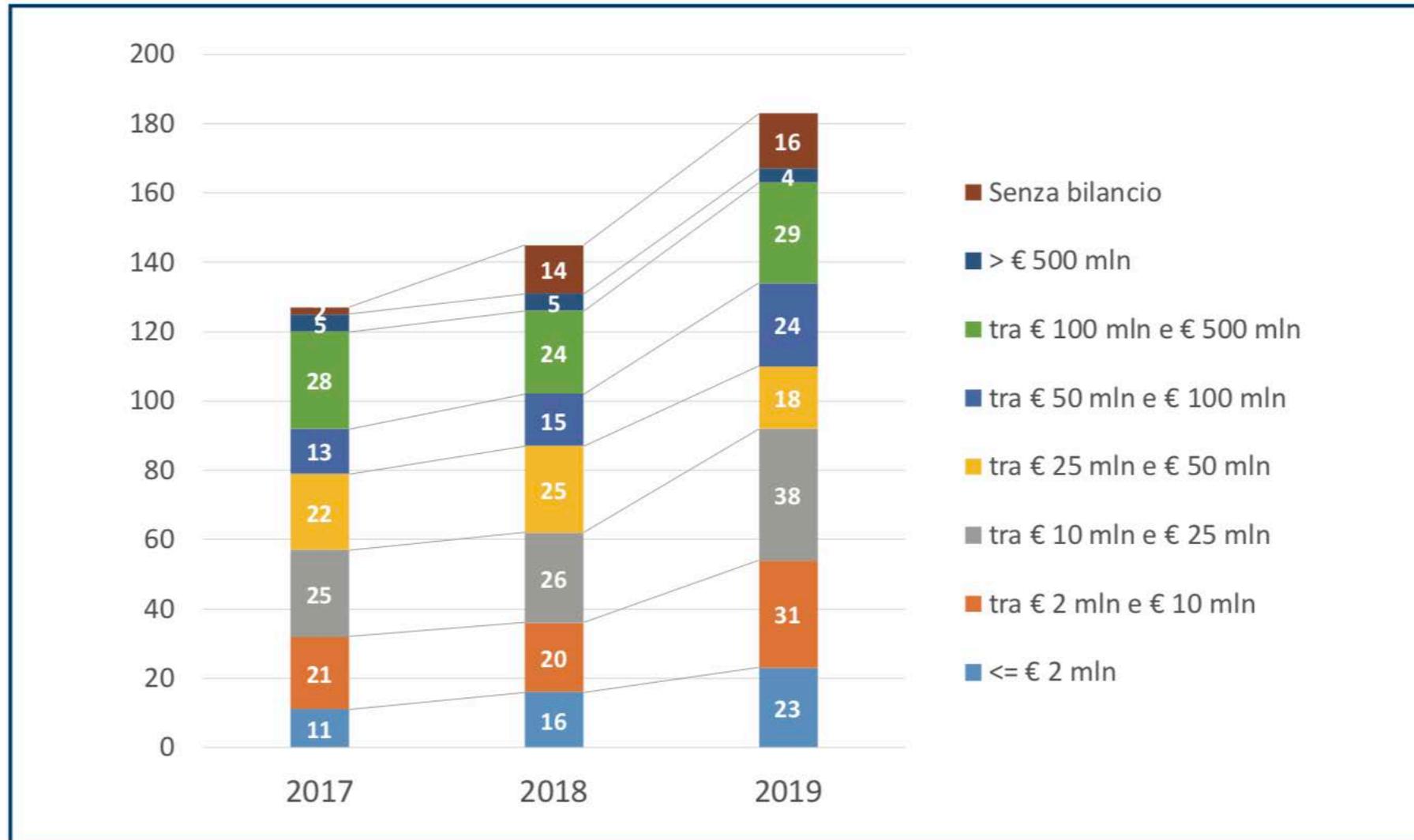
Segmentazione delle emittenti di *minibond* sotto €50 milioni per tipologia di impresa



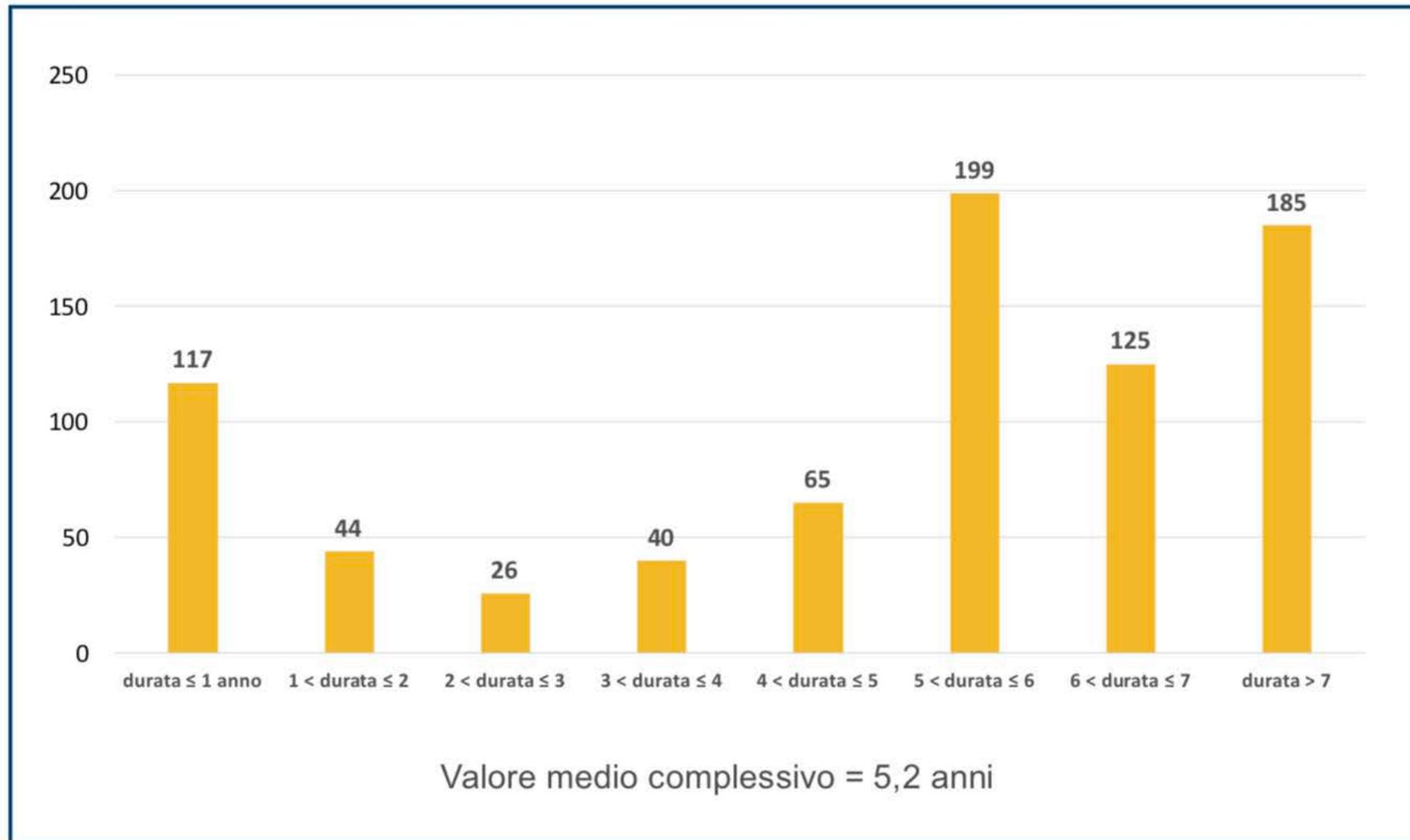
Segmentazione delle imprese emittenti dal 2012 al 2019 per classe di fatturato consolidato. Campione: 536 imprese



Segmentazione delle imprese emittenti per classe di fatturato consolidato: evoluzione dal 2017 al 2019



Distribuzione complessiva della scadenza del titolo. Campione: 801 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni



**Indici di bilancio prima (Anno -3, etc.) e dopo l'emissione di *minibond* (anno 0 = collocamento). Valori medi (fra parentesi i valori mediani).
Campione: 306 PMI emittenti di *minibond* fino a € 50 milioni.**

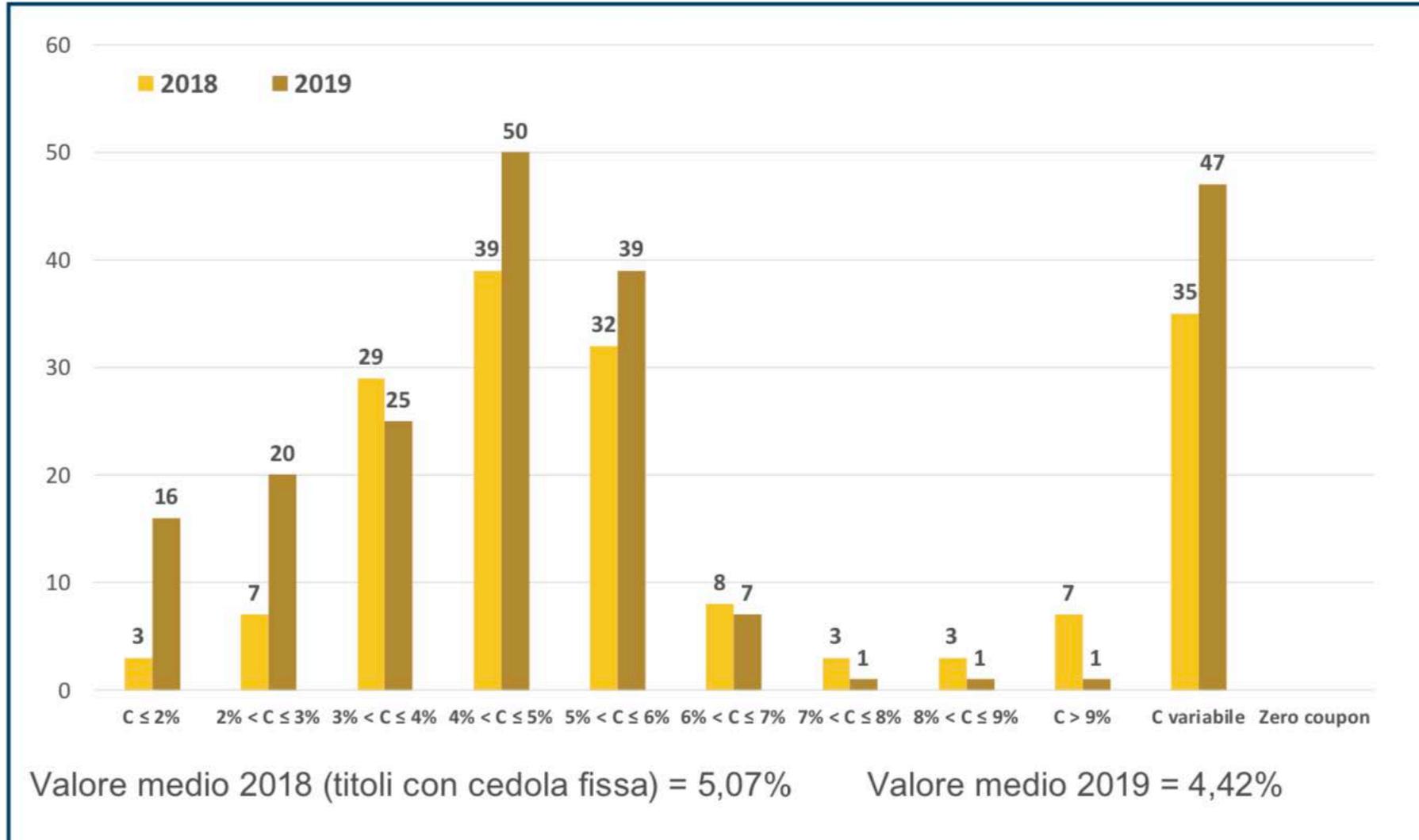
Gli indicatori consentono di apprezzare le caratteristiche che, in media, presentano le aziende che collocano minibond al tempo 0

Emittenti 2018	Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1
ROE	9,8% (5,0%)	9,4% (7,6%)	12,3% (9,3%)	9,6% (6,1%)	-
ROA	2,1% (3,3%)	2,9% (3,5%)	5,0% (3,8%)	2,0% (3,2%)	-
EBITDA / Vendite	8,0% (7,1%)	12,0% (7,3%)	-1,2% (7,8%)	12,1% (6,7%)	-
Test acido	0,99 (0,75)	0,87 (0,77)	1,06 (0,91)	0,97 (0,78)	-
Leverage	2,11 (1,66)	1,97 (1,37)	1,66 (1,07)	1,70 (1,14)	-
Emittenti 2019	Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1
ROE	5,1% (5,6%)	9,5% (6,4%)	7,7% (6,7%)	-	-
ROA	2,7% (3,0%)	3,1% (2,8%)	3,0% (2,7%)	-	-
EBITDA / Vendite	-3,5% (8,7%)	0,6% (9,7%)	4,0% (8,7%)	-	-
Test acido	1,05 (0,74)	0,98 (0,78)	0,81 (0,73)	-	-
Leverage	1,54 (1,44)	2,16 (1,67)	2,01 (1,39)	-	-

**Statistiche sulla modalità di rimborso del capitale.
Campione: 801 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni**

Modalità di rimborso:	<i>Bullet</i>	<i>Amortizing</i>	n.d.
Tutto il campione	41,6%	57,7%	0,7%
PMI	44,3%	55,2%	0,5%
Grandi imprese	38,0%	60,9%	1,1%
Società quotate in Borsa	48,7%	51,3%	-
Società non quotate in Borsa	40,9%	58,3%	0,8%
<i>Minibond</i> con scadenza inferiore a 5 anni	78,1%	20,9%	1,0%
<i>Minibond</i> con scadenza uguale o > 5 anni	20,6%	78,8%	0,6%

La cedola – C - dei *minibond*: confronto fra 2018 e 2019



Statistiche sull'attribuzione del *rating*.
Campione: 801 emissioni di *minibond* sotto € 50 milioni

Attribuzione del <i>rating</i> :	Nessun <i>rating</i>	Sì (<i>investment grade</i>)	Sì (<i>speculative grade</i>)	Sì (<i>undisclosed o unsolicited</i>)
Tutto il campione	74,5%	8,7%	3,6%	13,1%
PMI	81,6%	4,4%	4,9%	9,1%
Grandi imprese	65,4%	14,3%	2,0%	18,3%
Società quotate in Borsa	69,7%	14,5%	1,3%	14,5%
Società non quotate in Borsa	75,0%	8,1%	3,9%	13,0%
<i>Minibond</i> con scadenza < 5 anni	88,4%	4,5%	2,4%	4,8%
<i>Minibond</i> con scadenza = o > 5 anni	66,6%	11,2%	4,3%	17,9%

Minibond e garanzie pubbliche

Anche ai minibond viene riconosciuta una garanzia pubblica, in particolare da parte del Fondo Centrale di Garanzia

La garanzia è stata ulteriormente rafforzata con il Decreto Liquidità del 2020

Garanzia del Fondo Centrale su emissioni di *Minibond*

Possono richiedere la garanzia diretta del Fondo, le banche, gli intermediari finanziari e i gestori:

- a fronte di singole operazioni di sottoscrizione di mini bond
- su portafogli di mini bond.

Ai fini dell'ammissibilità alla garanzia del Fondo, i mini bond, devono possedere le seguenti **caratteristiche**:

- essere finalizzati al finanziamento dell'attività d'impresa;
- non avere ad oggetto la sostituzione di linee di credito già erogate al soggetto beneficiario finale;
- avere una durata compresa tra 36 e 120 mesi.

Garanzia del Fondo Centrale su emissioni di Minibond

La garanzia del Fondo può essere concessa a fronte della singola operazione di sottoscrizione di mini bond, nelle seguenti misure:

- **fino al 50 percento** del valore nominale del mini bond sottoscritto, nel caso in cui la stessa preveda un rimborso a rate sulla base di un piano di ammortamento (**amortising mini bond**);
- **fino al 30 percento** del valore nominale del mini bond sottoscritto, nel caso in cui la stessa preveda il rimborso unico a scadenza (**bullet mini bond**).

Garanzia del Fondo Centrale su emissioni di Minibond

- La garanzia del Fondo può essere concessa a banche e altri intermediari anche a fronte di portafogli di minibond a condizione che le singole operazioni di sottoscrizione di mini bond che compongono il portafoglio siano, ciascuna, di importo non superiore al 3 per cento del valore nominale complessivo dei titoli che compongono il portafoglio di mini bond.
- Il valore nominale complessivo dei titoli che compongono il portafoglio di mini bond, ai fini dell'accesso alla garanzia del Fondo di cui al presente decreto, non può essere:
 - a) inferiore a euro 50 mln. e
 - b) superiore a euro 300 mln.

Alcune considerazioni sul finanziamento delle imprese di servizi pubblici:

- Settore Idrico**
- Trasporto pubblico locale**

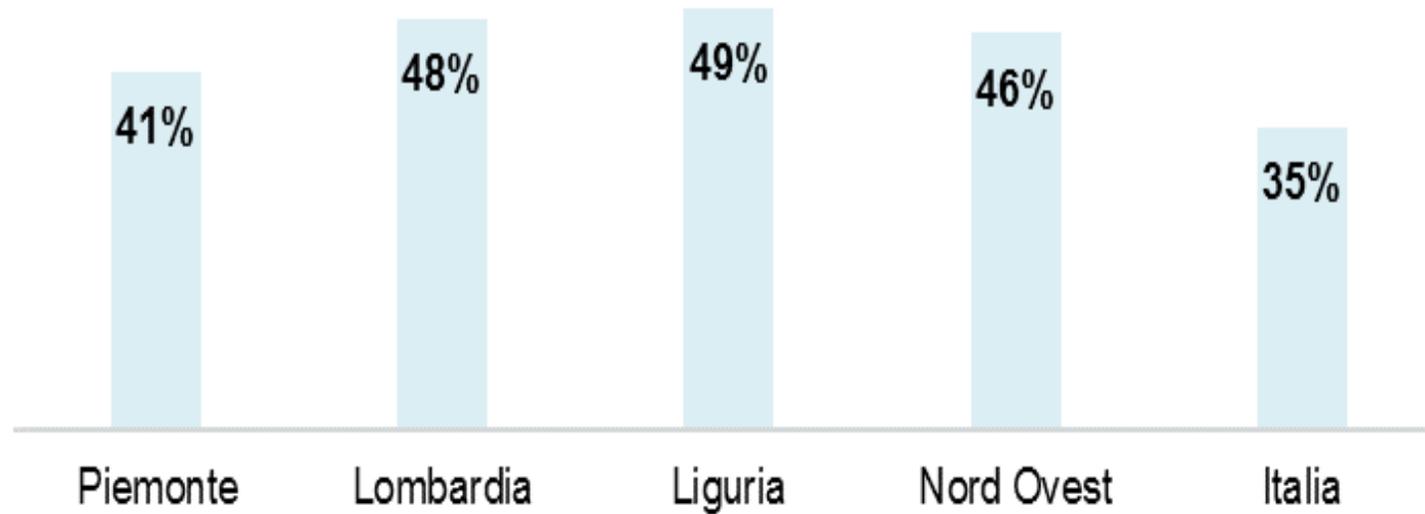
Il settore idrico – Alcune caratteristiche

Analisi recenti ([Blue Book 2019](#)), condotte a livello nazionale su un campione di *monouility*, evidenziano complessivamente un settore in grado di generare **margini positivi e garantire un equilibrio economico finanziario** condizione necessaria per far fronteggiare gli ingenti investimenti che i gestori sono chiamati a sostenere.

Si evidenziano, nel contempo, delle **sostanziali differenze tra gestori di grandi dimensioni e gestori di piccole dimensioni**. In termini di risultati economici:

- margini molto positivi per le aziende di grandi dimensioni che erogano il servizio per oltre 250mila abitanti,
- le aziende che operano su territori con un numero di abitanti inferiore a 50 mila presentano un risultato finale della gestione prossimo allo zero.

Grado di indipendenza da terzi (Patrimonio Netto/Tot Attivo)



Fonte: Blue Book 2019

Settore Idrico – Problematiche di Funding

Realtà di medie o piccole dimensioni

La dimensione determina spesso difficoltà nel raggiungimento in via autonoma di strumenti che invece sono, sovente, a disposizione delle grandi aziende

Necessità di *funding* a lungo termine

Il canale tradizionale di finanziamento non sempre consente di soddisfare le esigenze delle imprese – dati i vincoli di liquidità e di capitale imposti al sistema bancario – anche per l’offerta di scadenze spesso non in linea con i piani di investimento delle società

Assenza di garanzie reali da poter concedere

Per allungare le scadenze il canale tradizionale di finanziamento richiede garanzie reali non compatibili con le caratteristiche degli *asset* a disposizione delle società operanti nel settore

Tuttavia, c’è un potenziale interesse da parte di investitori istituzionali per investimenti infrastrutturali in settori considerati strategici e sicuri

Settore idrico – il project finance

Project Finance

E' stato lungamente il principale strumento di finanziamento del SII, in relazione a:

- la possibilità di incrementare, grazie all'apporto di risorse private addizionali, la dotazione infrastrutturale del Paese;
- una più attenta fase di programmazione, con l'adozione di procedure di gara trasparente ed una migliore allocazione dei rischi;
- una maggiore trasparenza dei costi complessivi di gestione dei servizi.

Settore idrico – il project finance

Principali criticità che hanno caratterizzato il Project Finance nel settore idrico:

- Necessità di flussi di ricavi certi, sufficienti a ripagare il servizio del debito;
- Necessità di identificare istituti finanziatori disponibili a sostenere gli investimenti con limitate garanzie

Settore idrico – il project finance

Project Finance

Principali criticità che hanno interessato il project finance rispetto al settore idrico negli anni della crisi:

- Durata troppo lunga
- Costi troppo alti
- Assorbimenti patrimoniali significativi per le banche (Basilea II e III)

Un possibile strumento alternativo per il settore idrico

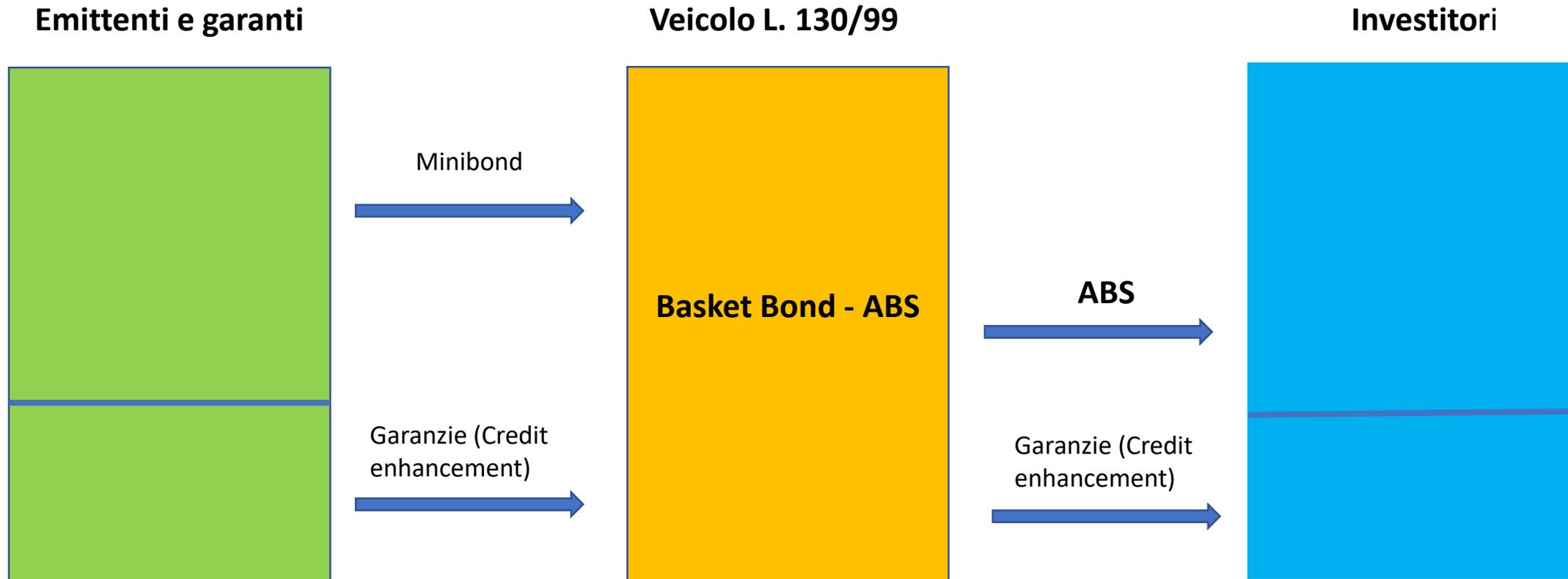
Il Basket bond

Come i minibond, i basket bond potrebbero rappresentare uno strumento che, in determinati contesti, può costituire un efficace strumento di finanziamento degli investimenti.

L'innovativo meccanismo del Basket Bond soddisfa le necessità di finanziamento a medio-lungo termine delle imprese, al fine di assicurare l'implementazione dei loro piani di sviluppo e di investimento. Tale meccanismo si basa sull'emissione di un titolo (**ABS – Asset-Backed Security**) garantito da un pool di obbligazioni emesse da PMI e Mid Cap Italiane. Le fasi sono le seguenti:

- **individuazione e selezione delle Imprese Emittenti (ovvero dei debitori finali)**
- **Emissione dei Titoli Sottostanti da parte delle Imprese Emittenti e coinvolte nell'Operazione Basket**
- **Costituzione della SPV 130, sottoscrizione dei Titoli Sottostanti da parte della SPV 130 ed emissione dei Titoli ABS**

Una struttura stilizzata di operazione di Basket Bond



Basket bond / cartolarizzazione

Ruolo della SPV legge 130/99 – Il veicolo ha lo scopo di perseguire i seguenti obiettivi:

- Accentrare su un unico soggetto le obbligazioni emesse dalle singole società emittenti ed emettere un unico titolo
- Raggiungere un importo complessivo tale da attrarre l'interesse di determinati investitori
- In virtù del principio di destinazione e segregazione degli attivi previsto per legge La dimensione determina spesso difficoltà nel raggiungimento in via autonoma di strumenti che invece sono, sovente, a disposizione delle grandi aziende

Il Veicolo (SPV) ha le seguenti caratteristiche:

- ❖ è una società a responsabilità limitata costituita in Italia ai sensi della L. 130/99 (c.d. legge sulla cartolarizzazione)
- ❖ È iscritta in un elenco apposito tenuto dalla Banca d'Italia
- ❖ Presenta le caratteristiche di *bankruptcy remoteness* e indipendenza secondo i più elevati standard di mercato

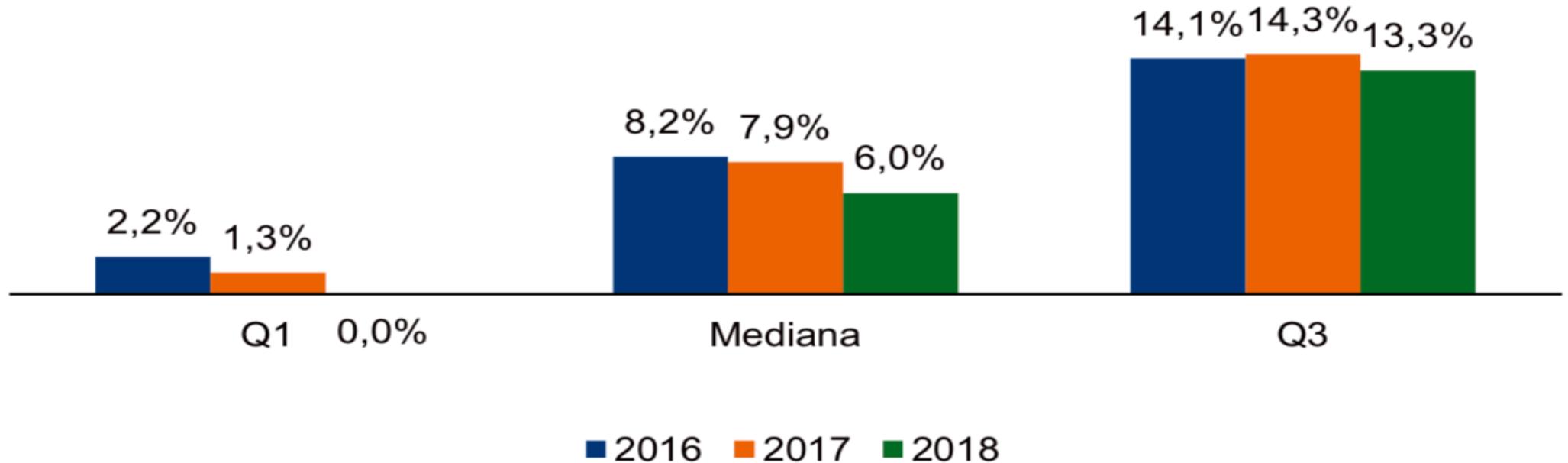
Settore Idrico – Alcuni potenziali vantaggi con l'emissione di minibond / basket bond

- ❖ Tempi di realizzazione più lunghi del tradizionale finanziamento bancario
- ❖ Possibilità di coinvolgere soggetti istituzionali nel ruolo di investitori o di *anchor investor*, ovvero di rilascio di garanzie aggiuntive (ad es., BEI, CDP, Finanziarie Regionali)
- ❖ Realtà di medie o piccole dimensioni
- ❖ Diversificazione delle fonti di finanziamento, affiancando il ricorso al credito bancario
- ❖ Le obbligazioni emesse non sono segnalate in Centrale dei Rischi
- ❖ Scadenze più lunghe del tradizionale finanziamento bancario
- ❖ Assenza di garanzie ipotecarie
- ❖ Nel caso di basket bond, creazione di una struttura finanziaria replicabile e con merito creditizio superiore rispetto a quello dei singoli emittenti

Il trasporto pubblico locale

- 1. Alcuni indicatori di performance**
- 2. Le problematiche di funding**

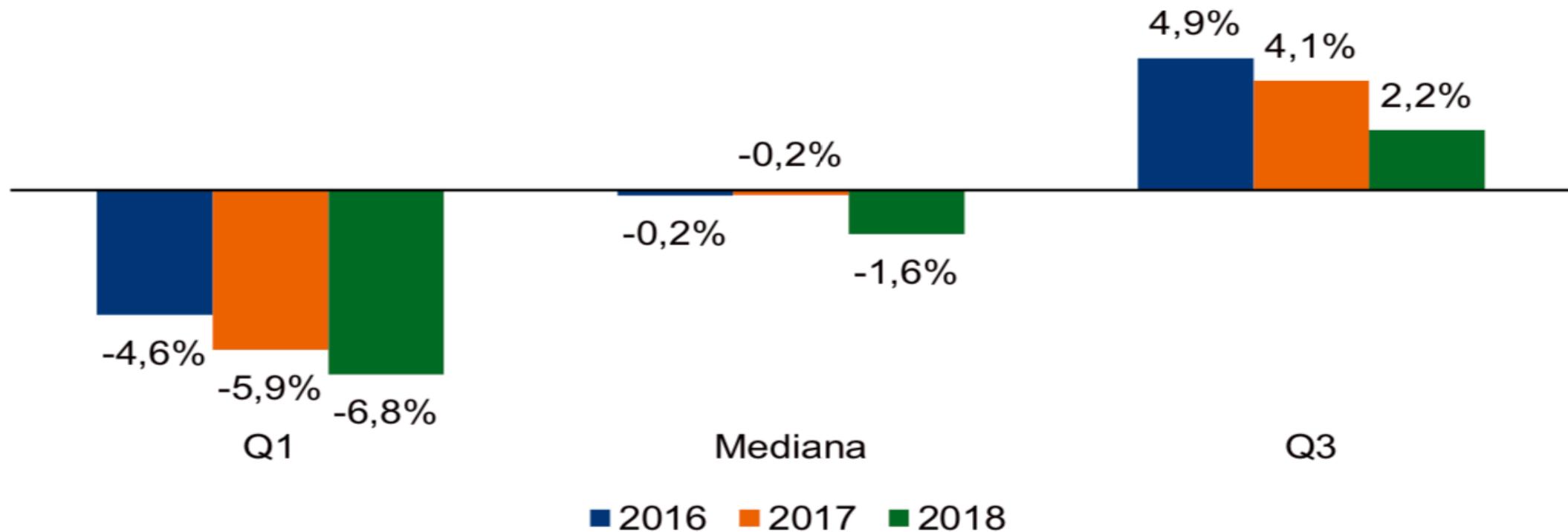
1. La performance - Margine operativo lordo su valore della produzione



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati di bilancio aziendali

Da: Le performance delle imprese di trasporto pubblico locale, ASSTRA-Intesa, 2020

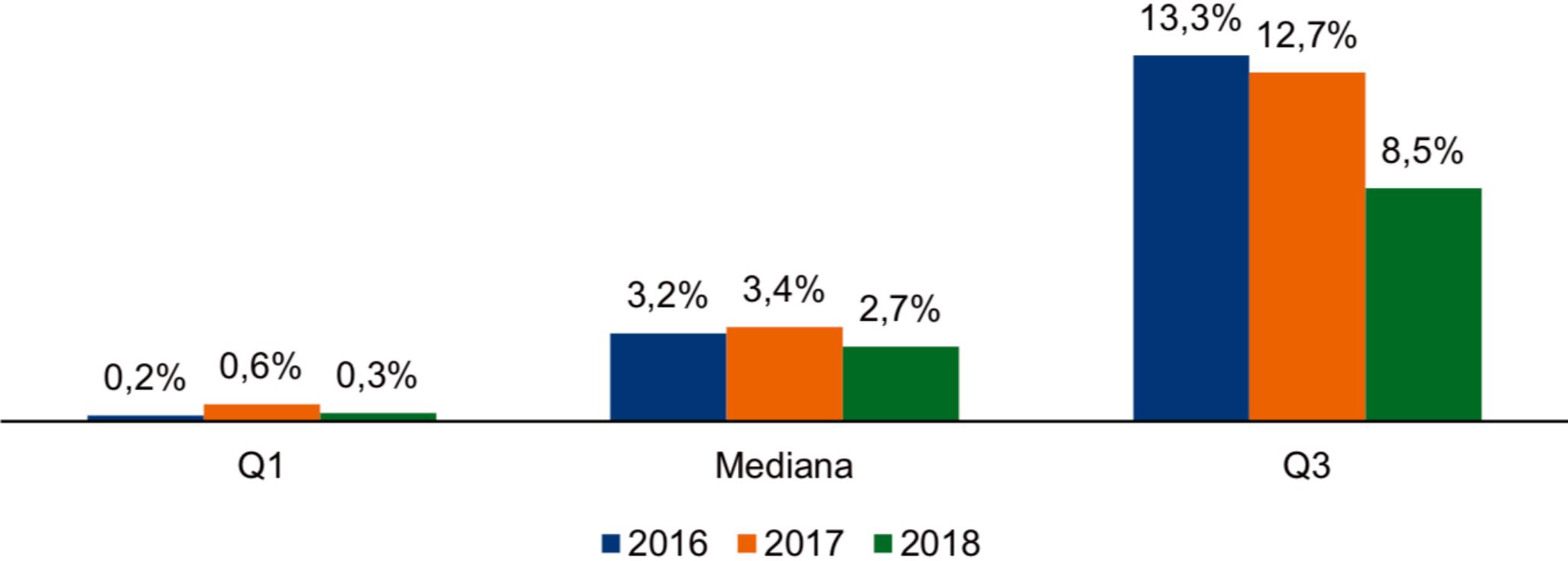
1. La performance - Margine operativo netto su valore della produzione



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati di bilancio aziendali

Da: Le performance delle imprese di trasporto pubblico locale, ASSTRA-Intesa, 2020

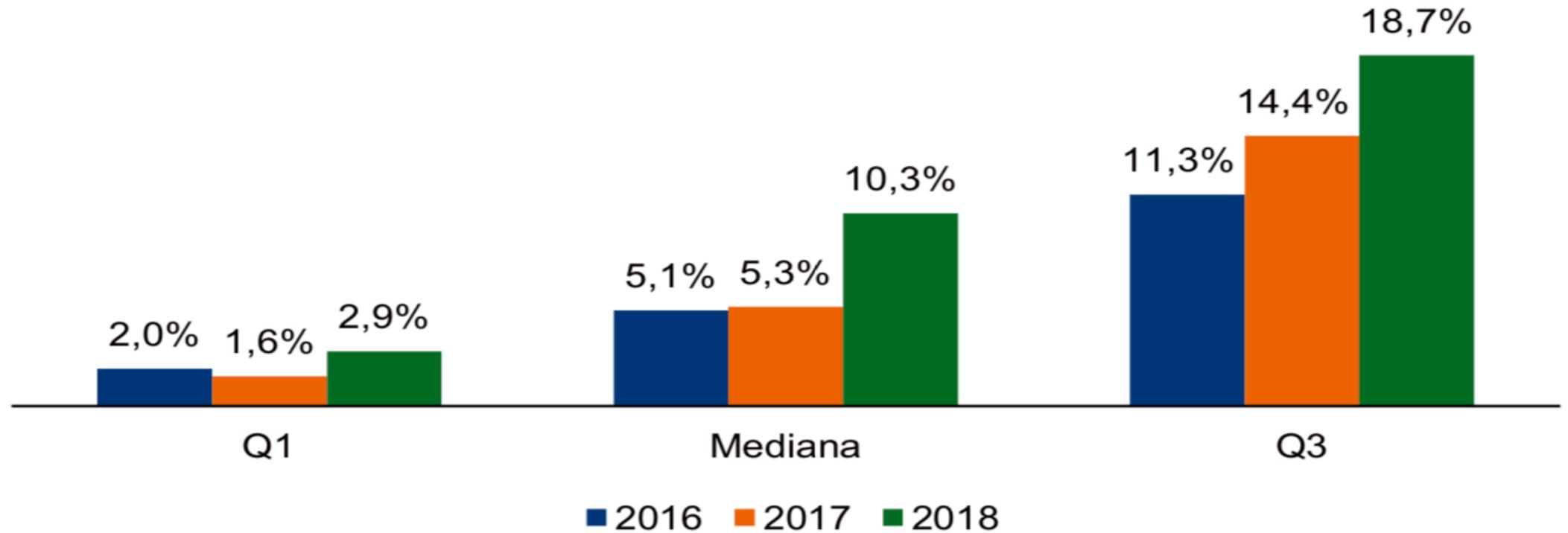
1. La performance - Indice ROE



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati di bilancio aziendali

Da: Le performance delle imprese di trasporto pubblico locale, ASSTRA-Intesa, 2020

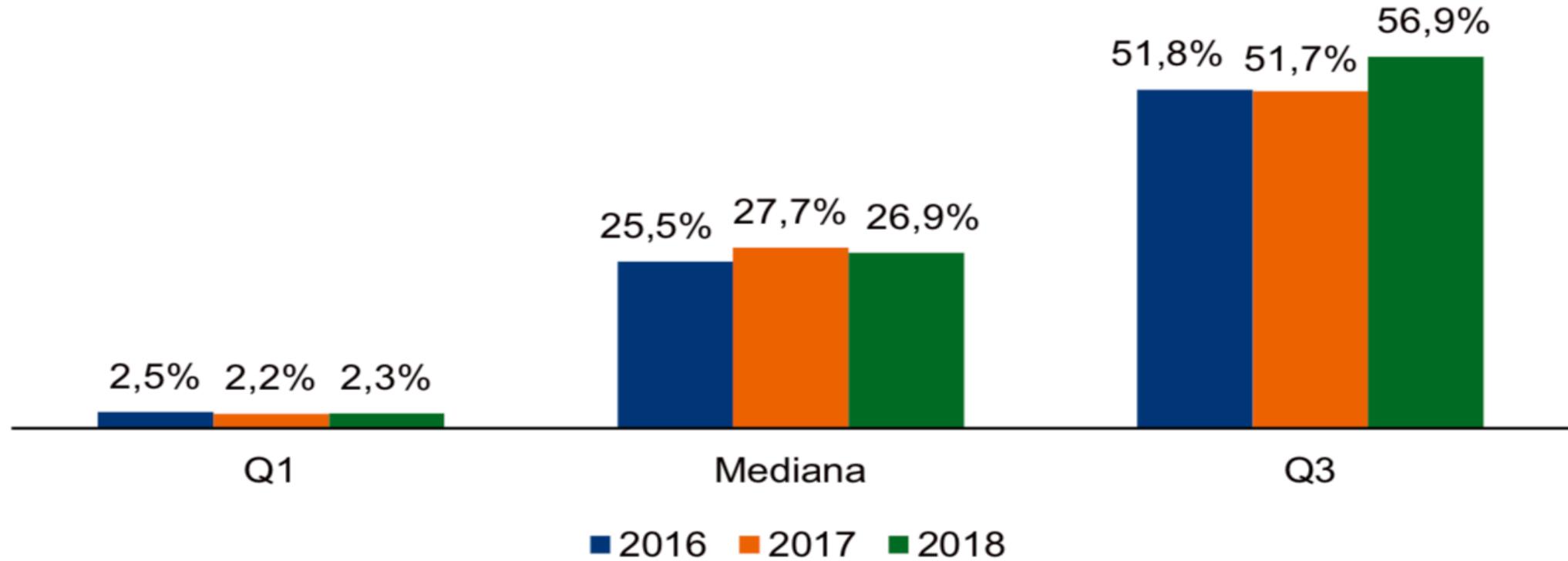
1. La performance - Investimenti materiali in percentuale del valore della produzione



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati di bilancio aziendali

Da: Le performance delle imprese di trasporto pubblico locale, ASSTRA-Intesa, 2020

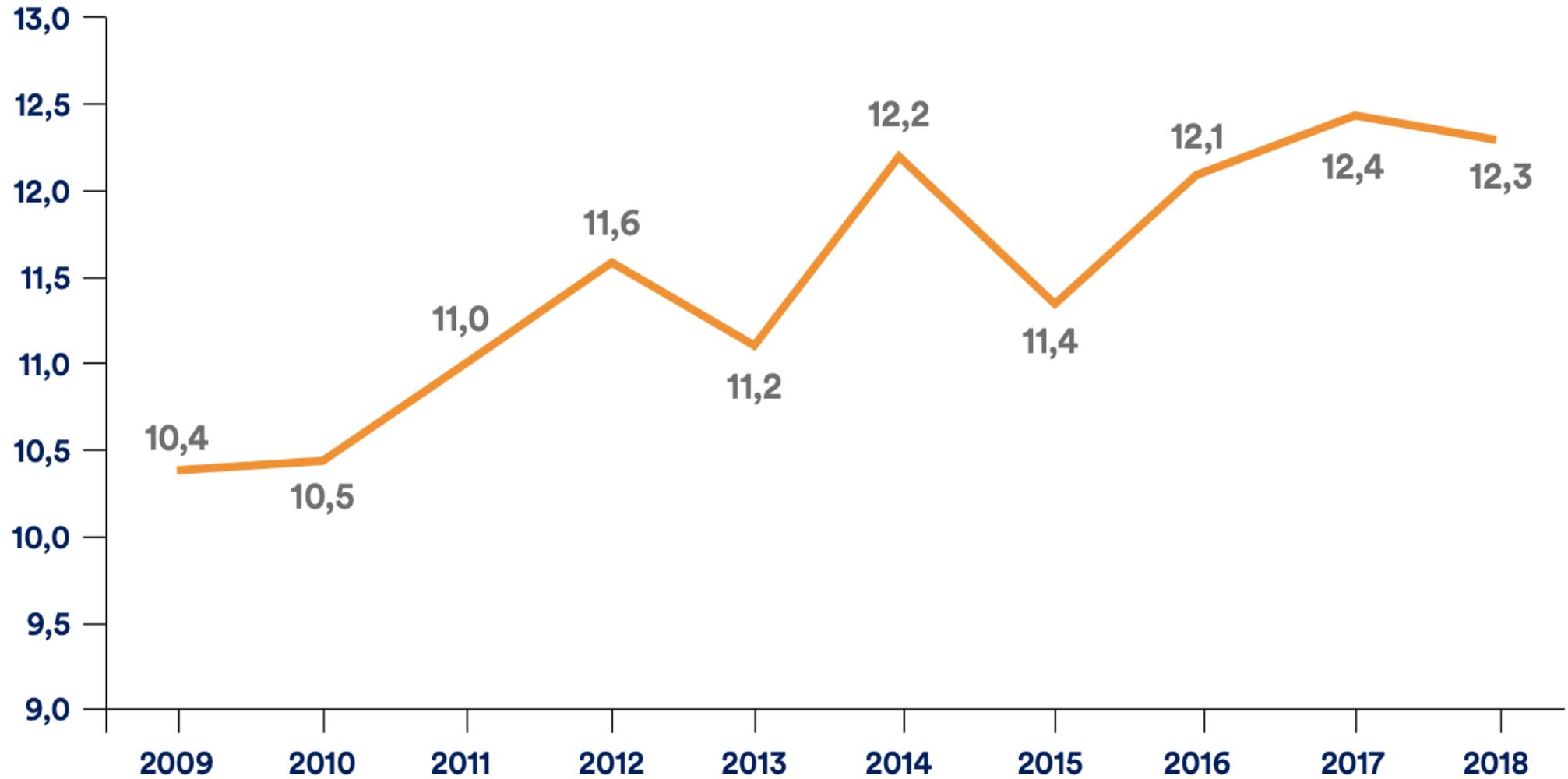
1. La performance – Leva finanziaria



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati di bilancio aziendali

Da: Le performance delle imprese di trasporto pubblico locale, ASSTRA-Intesa, 2020

Età media del parco autobus italiano



Da: Le performance delle imprese di trasporto pubblico locale, ASSTRA-Intesa, 2020

Fonte: CDP su dati ASSTRA (2019)

2. Problematiche di funding del trasporto pubblico locale

- Significativa dipendenza da contributi pubblici, che integrano i ricavi delle vendite
- Necessità di effettuare rilevanti investimenti per il rinnovo dei mezzi di trasporto
- In presenza di una relativa contenuta redditività della gestione, anche per gli investimenti è determinante l'apporto finanziario pubblico (nel 2019 e nel 2020 sono stati emanati decreti che hanno stanziato i fondi finalizzati al cofinanziamento per il rinnovo dei parchi di autobus e delle infrastrutture di supporto):
 - **DPCM 19 Aprile 2019**
 - **DM del MIT 14 Febbraio 2020**
- Necessità per le imprese di reperire risorse aggiuntive per coprire il restante fabbisogno finanziario al fine di accelerare la realizzazione degli investimenti