8464 copertina_A 170 mastro copertine 11/06/15 10:11 Pagina 1

A13

Minibond

Per fronteggiare la crisi economica e gli effetti del *credit-crunch*, il Decreto Sviluppo del 2012 ha introdotto nell'ordinamento italiano la possibilità per le piccole e medie imprese non quotate di poter collocare le proprie obbligazioni e cambiali finanziarie sul mercato ExtraMOT-Pro di Borsa Italiana. Questa tecnica di finanziamento è complementare al tradizionale credito bancario, che è sempre più limitato dai parametri di vigilanza di Basilea 2 e ancor di più da quelli in via di attuazione di Basilea 3. L'emissione di minibond, inoltre, è favorita da importanti deduzioni fiscali e ha il vantaggio che la quotazione non ha l'obbligo del rating pubblico ma solo del bilancio certificato. Per un'impresa, inoltre, il collocamento dei propri titoli in Borsa è una valida e qualificante opportunità sia di visibilità internazionale per costruire una *reputation* verso gli investitori professionali, sia di creare un vantaggio competitivo a livello finanziario e commerciale.

Laureato in Economia aziendale con master in Diritto amministrativo e Scienze dell'amministrazione all'Università degli Studi Roma Tre, Angelo Paletta ha approfondito la formazione all'Università degli Studi Tor Vergata e all'Istituto Regionale di Studi Giuridici del Lazio. Ha ricoperto incarichi istituzionali a Roma Capitale e diretto società e reti d'imprese vincitrici di gare d'appalto e di fondi europei, maturando competenze in management e finanza aziendale.

In copertina
Giovanna Dejua, *Segmenti*, acrilico su tela, 70 x 70 cm, collezione privata.

ISBN 978-88-548-8360-4

euro 22,00

Paletta Minibond

ARACNE

Angelo Paletta

MINIBOND

STRUMENTI FINANZIARI
PER LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE

Prefazione di Maurizio Napoli

Introduzione di Alvise Figà Talamanca

A13

Angelo Paletta

Minibond

Strumenti finanziari per le piccole e medie imprese

Copyright © MMXV
Aracne editrice int.le S.r.l.

www.aracneeditrice.it
info@aracneeditrice.it

via Quarto Negroni, 15
00040 Ariccia (RM)
(06) 93781065

ISBN 978-88-548-8464-9

I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica, di riproduzione e di adattamento anche parziale, con qualsiasi mezzo, sono riservati per tutti i Paesi.

Non sono assolutamente consentite le fotocopie senza il permesso scritto dell'Editore.

I edizione: giugno 2015

Alle Piccole e Medie Imprese

Le società devono assumersi dei rischi se vogliono sopravvivere e prosperare.

John C. Hull, *Risk management e istituzioni finanziarie*

Tutte le attività, sia reali che finanziarie, condividono due caratteristiche, sia pure in gradi diversi: liquidità e rischio.

Franco Modigliani, *Consumo, risparmio, finanza*

Indice

13 *Prefazione*

15 *Introduzione*

19 Abbreviazioni e sigle

25 Capitolo I
La normativa sui minibond

1. Lo scenario macroeconomico, *25* - 2. I minibond, *38* - 3. Le cambiali finanziarie, *41* - 4. Il sistema normativo nazionale, *45* - 4.1. Decreto Sviluppo 2012, *47* - 4.2. Decreto Sviluppo-*bis* 2012, *55* - 4.3. Decreto Destinazione Italia 2013, *59* - 4.4. Decreto Competitività 2014, *71* - 5. Aspetti fiscali e contabili, *79* - 5.1. Deducibilità degli interessi passivi, *82* - 5.2. Deducibilità dei costi di emissione, *86* - 5.3. Esenzione dalla ritenuta su interessi ed altri proventi, *87* - 5.4. Imposta di registro, imposta di bollo, *89* - 5.5. Ammortamento del disaggio di emissione, *90*.

93 Capitolo II
Emittenti, ExtraMOT-Pro ed investitori.

1. Gli emittenti, *93* - 1.1. Obblighi e qualità dell'emittente, *94* - 1.2. Advisor, *97* - 1.3. Arranger, *98* - 1.4. Investitori qualificati, *101* - 2. Borsa Italiana, mercati regolamentati ed MTF, *105* - 2.1. Codice di Condotta Europeo, *105* - 2.2. L'ExtraMOT e l'ExtraMOT-Pro, *110* - 2.3. Le Condizioni Generali, *111* - 2.4. Il Regolamento, *111* - 2.5. Gli strumenti negoziabili sul Mercato ExtraMOT, *112* - 2.6. Gli obblighi del richiedente, *116* - 2.7. Gli operatori, *117* - 2.8. Le modalità di negoziazione, *127* - 2.9. La liquidazione, *133* - 3. L'informativa agli operatori e la pubblicità delle informazioni, *133* - 4. Market in Financial Instruments Directive (MIFID), *135* - 5. Le emissioni quotate sul mercato ExtraMOT-Pro al 15 maggio 2015, *137* - 6. Fondi di investimento dedicati ai minibond e alle cambiali finanziarie, *143*.

147 Capitolo III
Le forme tecniche di obbligazioni

1. Obbligazioni a capitalizzazione integrale (ZCB), *147* - 2. Obbligazioni convertibili, *148* - 3. Obbligazioni a premi, *151* - 4. Obbligazioni partecipative e subordinate, *152* - 5. Obbligazioni a rata costante e durata variabile, *157* - 6. Obbligazioni garantite da ipoteca e da attivi, *158* - 6.1. Asset Backed Security (ABS), *158* - 6.2. Mortgage Backed Security (MBS), *160* - 6.3. Obbligazioni pfandbriefe, *161* - 6.4. Obbligazioni garantite (covered bonds), *162* - 6.5. Obbligazioni con diritto di opzione (cum warrent), *165* - 7. Obbligazioni strutturate, *166* - 7.1. Obbligazioni drop-lock, *168* - 7.2. Obbligazioni bull & bear, *169* - 7.3. Obbligazioni dual-currency, *170* - 7.4. Obbligazioni in valuta estera e bond indicizzati in valuta estera, *171* - 7.5. Obbligazioni callable e putable, *171* - 7.6. Obbligazioni reverse floater, *172* - 7.7. Obbligazioni index linked ed equity linked, *173* - 7.8. Obbligazioni con cedola minima e/o massima, *174* - 7.9. Credit linked note, *175* - 7.10. Obbligazioni reverse convertible, *178* - 7.11. Obbligazioni covered warrent, *180* - 7.12. Obbligazioni step-up e step-down, *181* - 8. Rendite perpetue, *182* - 9. Perpetual bond e obbligazioni irredimibili, *185* - 10. Le obbligazioni pubbliche, *188* - 10.1. BOT, *193* - 10.2. CTZ, *194* - 10.3. BTP, *195* - 10.4. BTP€i, *197* - 10.5. BTP Italia, *198* - 10.6. CCT, *198* - 10.7. CCTeu, *199* - 11. Project bond, *199*.

205 Capitolo IV
I diritti e le tutele degli obbligazionisti

1. La vigilanza delle autorità pubbliche di regolazione e controllo, *205* - 2. I diritti degli obbligazionisti, *213* - 3. La procedura costitutiva delle garanzie degli obbligazionisti, *214* - 4. L'estinzione del prestito e la prescrizione degli interessi, *215* - 5. L'assemblea degli obbligazionisti, *216* - 6. Il rappresentante comune degli obbligazionisti e le sue incompatibilità, *217* - 7. L'azione individuale degli obbligazionisti, *218* - 8. La modificazione del contratto di prestito, *218* - 9. La proposta di amministrazione controllata e di concordato, *219* - 10. L'impugnazione delle deliberazioni, *220* - 11. Fondo di garanzia per indennizzare investitori e risparmiatori, *220* - 12. I sistemi di controllo e la trasparenza informativa aziendale, *223* - 12.1. La corporate governance, *223* - 12.2. Il controllo di gestione, *224* - 12.3. La revisione contabile ester-

na, *225* - 12.4. La revisione interna, *232* - 12.5 La due diligence, *235* - 12.6. Il reporting, *236*.

239 Capitolo V
Diritto comparato

1. Il finanziamento delle PMI non quotate sui mercati internazionali, *239* - 2. Commercial Paper, *244* - 3. Repurchase Agreement Operation (REPO), *246* - 4. Lo statunitense Private placement (USPP), *249* - 5. Il tedesco Schuldschein, *254* - 6. Il Private equity, *257* - 7. Alternative Investment Market (AIM), *263* - 7.1. Domanda di ammissione all'AIM Italia, *267* - 7.2. Informativa societaria e informazioni "price sensitive", *271* - 7.3. Responsabilità dell'emittente e del board per la compliance, *277* - 7.4. Nomad, *278* - 7.5. Funzionamento dell'asta e della negoziazione continua, *281* - 7.6. Informazioni al pubblico e agli operatori, *282*.

285 Capitolo VI
Fondo di garanzia per le PMI emittenti minibond

1. Il quadro normativo del Fondo di garanzia per le PMI, *285* - 2. I criteri di valutazione economico finanziaria delle PMI, *293* - 3. La concessione di garanzie su minibond e su portafogli di minibond, *298* - 4. Il Gestore del Fondo, *304*.

309 Capitolo VII
La costruzione di uno strumento obbligazionario

1. Elementi costitutivi dell'emissione obbligazionaria, *309* - 1.1. L'atto costitutivo e lo statuto della società, *311* - 1.2. Il contenuto del titolo, *312* - 1.3. Il prezzo di un'obbligazione all'emissione e al fair value, *313* - 1.3.1. Coupon bond, *314* - 1.3.2. Zero Coupon Bond, *316* - 1.3.3. Rateo, *316* - 1.3.4. Corso secco, *318* - 1.3.5. segue: Corso tel quel, *318* - 1.3.6. Dietimo, *318* - 1.3.7. segue: Corso ex cedola, *319* - 2. Il rating dei titoli, *319* - 3. Il rendimento e le tecniche di calcolo, *327* - 3.1. Tasso interno di rendimento (TIR), *328* - 3.2. Tasso di rendimento nominale (TREN), *329* - 3.3. Tasso di rendimento immediato (TRI), *330* - 3.4. Tasso di rendimento effettivo a scadenza (TRES), *331* - 4. L'impatto dell'inflazione e della deflazione sul rendimento reale, *332* - 4.1. La selezione di un benchmark nel rendimento fisso, *332* - 5. La

curva dei rendimenti, rischio e costo-opportunità del capitale, *333* - 6. Le strutture per scadenza dei prezzi e dei tassi di interesse, *335* - 6.1. La struttura per scadenza dei prezzi e dei tassi di interesse a pronti (spot), *335* - 6.2. La struttura per scadenza dei prezzi e dei tassi di interesse a termine (forward), *337* - 7. La volatilità di un'obbligazione, *340* - 7.1. La duration, *340* - 7.1.1. La duration con struttura piatta, *343* - 7.1.2. La duration nel caso di rendite a rata costante nei titoli a cedola fissa, *344* - 7.1.3. La duration di secondo ordine, *345* - 7.1.4. La duration e la dispersione del portafoglio, *346* - 7.2. La variazione relativa (semielasticità), *348* - 7.3. L'elasticità, *349* - 7.4. La convexity, *349* - 7.5. La convexity relativa, *351* - 7.6. Immunizzazione del portafoglio obbligazionario, *351* - 8. Misura dei rischi e strumenti di copertura, *354* - 9. Anagrafe Titoli, *355* - 10. Il Codice di controparte, *358* - 11. Attribuzione del codice ISIN, *358* - 12. La negoziazione dei titoli, *363*.

365 Glossario semantico

397 Bibliografia

403 Acknowledgements

Prefazione

di Maurizio Napoli

Responsabile del Team Advisory e Corporate Finance di Banca Finnat Euramerica

Scrivere la prefazione di un libro non è mai una cosa semplice. Va scritta alla fine del lavoro, arriva per prima e quasi mai nessuno la legge. Se poi il libro è su temi finanziari, la faccenda si complica ancora di più. Tuttavia, per l'amico Angelo è il minimo che potevo fare.

Negli ultimi mesi nel settore della finanza si è assistito da un lato ad una spinta innovativa di grande portata a causa anche del recente *credit crunch* che ha risparmiato poche imprese, dall'altro lato sono stati fatti numerosi passi in avanti circa lo sviluppo di strumenti finanziari innovativi.

Ciò anche con la complicità di numerosi elementi, tra i quali: la crescente apertura e l'interesse del legislatore per identificare e regolare nuove forme di finanziamento, la temporanea situazione di riflessione del sistema bancario nel suo complesso che ha condotto alla ricerca di finanza alternativa, la continua necessità delle imprese (per fortuna dell'Italia) di acquisire risorse finanziarie per portare avanti i loro progetti di crescita, la rivisitazione di alcuni modi di concepire il sistema finanziario.

In questo contesto si stanno affermando alcune peculiari forme di finanziamento che hanno lo scopo di supportare le imprese nel loro *business*, quale il cosiddetto *minibond*. Questo strumento, che di *mini* ha solo il nome poiché rischia in realtà di essere di grande portata strategica per il Paese, sta acquisendo sempre maggiore importanza per le Piccole e Medie Imprese che intendono reperire finanziamenti e diversificare nel contempo la loro dipendenza dal settore bancario.

Il libro scritto da Angelo Paletta, dedicato alla specifica tematica delle obbligazioni e dei minibond, affronta con grande tempismo un argomento certamente di grande attualità (un tipo una volta diceva: "*non aspettare il momento opportuno, crealo*").

Angelo si è dato l'obiettivo di stimolare l'interesse di tutti coloro che, a vario titolo, vogliono approfondire le teorie, le tecniche e gli

strumenti operativi, noti e meno noti, nonché trovare elementi di supporto per le soluzioni di alcuni problemi pratici. Molti sono quindi gli spunti ed i suggerimenti che conducono, di diritto, il libro ad un meritato podio nell'affollata solitudine dei testi che trattano di questi argomenti. Un certo Seneca molto tempo fa disse: «*non esiste vento favorevole per il marinaio che non sa dove andare*». Beh, questo libro ne è proprio l'esempio poiché non lascia in balia delle onde.

Nel testo sono infatti illustrate ed analizzate con spirito innovativo le più diffuse metodologie adottate per gli strumenti obbligazionari, impiegando anche un approccio operativo agli argomenti trattati, evidenziandone i principali aspetti e fornendo alcuni spunti utili per risolvere specifiche problematiche che possono spesso incontrarsi nella pratica finanziaria. E' un libro che fa pensare, che invita a numerose riflessioni, che fornisce molti spunti e conduce attraverso un percorso di apprendimento diffuso e continuo. Questo libro sa essere semplice e lineare, circostanza che nel settore della finanza non è detto sia sempre così immediata.

Per il lavoro svolto e gli argomenti affrontati ritengo questo libro un interessante spunto per tutti, non solo per i professionisti ma anche per coloro che sono animati anche soltanto da semplice curiosità intellettuale.

All'autore il mio grande grande augurio. A tutti buona lettura.

Introduzione

di Alvise Figà Talamanca

Family Office di Banca Finnat Euramerica

Il Decreto Sviluppo del 2012 ha introdotto nell'ordinamento la possibilità per le PMI non quotate di emettere obbligazioni sottoscritte da investitori qualificati in deroga ai parametri civilistici, specialmente dell'articolo 2412, che limitano quantitativamente l'emissione di titoli non quotati al doppio del capitale sociale aumentato delle riserve iscritte nell'ultimo bilancio approvato.

Il provvedimento governativo emanato d'urgenza dal Governo Monti, per fronteggiare l'incalzare della crisi e degli effetti connessi col credit crunch, ha inteso sia aprire nuovi canali di finanziamento sia varare degli incentivi fiscali alle imprese non quotate diverse dalle microimprese descritte nella Raccomandazione 2003/361/CE, applicando loro lo stesso regime tributario delle società per azioni negoziate nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati white list.

La disciplina civilistica così modificata ha permesso a Borsa Italiana di istituire nel 2013 l'ExtraMOT-Pro, un segmento professionale del mercato regolamentato nazionale, economico e flessibile, in particolare grazie all'esenzione dell'obbligo di pubblicazione del Prospetto Informativo, che offre una grande visibilità alle società non quotate che hanno scelto la via dell'innovazione e della crescita competitiva sui mercati finanziari.

Come è noto l'economia italiana è caratterizzata da un sistema produttivo avente una dimensione aziendale scarsamente patrimonializzata, minore anche rispetto alla media comunitaria. Nello Small Business Act del 2013 la Commissione Europea ha registrato che il 99,9% delle imprese italiane sono PMI, di cui solo il 5,5% pari a poco più di 200.000 sono piccole e medie aziende, mentre il 94,4% pari a circa 3,5 milioni sono microimprese. Tuttavia, l'agenzia di rating Cerved Group ha stimato che sono oltre 34.000 le imprese italiane che hanno i requisiti di bilancio per emettere minibond e cambiali finanziarie ed attrarre

investitori nazionali e internazionali, perché rappresentano una selezione di aziende che generano un'economia di 785 miliardi di euro di cui 162 miliardi di valore aggiunto, valendo oltre il 10% del PIL nazionale a fronte di un indebitamento di 140 miliardi di euro.

La disciplina degli strumenti di finanziamento per le PMI non quotate legiferata dal Governo Monti è stata ripresa e ampliata dai Governi Letta e Renzi ed ha introdotto in Italia un dibattito che, si spera, porti ad una nuova cultura delle finanza aziendale e che, magari, trovi il modo di superare la maggiore criticità cagionata dall'illiquidità dei titoli emessi anche senza rating. In Italia, infatti, l'economia reale ha prodotto reddito utilizzando risorse di origine bancaria mediamente per l'81% del fabbisogno finanziario, mentre le imprese del resto dell'Unione Europea hanno impiegato meno credito bancario – 66% Portogallo, 65% Germania, 57% Francia e Spagna – e più obbligazioni, cartolarizzazione di crediti e altri strumenti. Le norme del Decreto Destinazione Italia del 2013 vanno concretamente in questa direzione e permettono alle compagnie di assicurazione e ai fondi pensione di acquistare cambiali finanziarie e minibond per utilizzarli come riserve tecniche, mentre le disposizioni del Decreto Competitività del 2014 estendono il regime tributario agevolato alle società di cartolarizzazione e agli OICR.

Ad oggi le soluzioni innovative di funding si presentano più complementari che alternative rispetto a quelle tradizionali del credito bancario, che è sempre più assoggettato agli stringenti standard di vigilanza prudenziale dettati da Basilea 2 e che, progressivamente, saranno ulteriormente irrigiditi con l'entrata a regime di Basilea 3. Se dal 2000 al 2008 il sistema banco-centrico ha erogato credito ad un ritmo crescente dell'8% all'anno, la perdurante crisi ha costretto il sistema creditizio a rafforzare la selezione delle imprese considerate solvibili e la stessa Banca d'Italia ha preso atto che vi è stata una complessiva riduzione dei prestiti anche per le società con fondamentali più solidi, pure come conseguenza del fatto che le sofferenze bancarie hanno raggiunto ad inizio 2015 i 197 miliardi di euro, tanto da indurre le istituzioni a studiare una bad-bank di sistema. Nonostante tutto, le banche italiane fin da subito hanno colto l'opportunità di business rappresentata dalle emissioni di cambiali finanziarie e di minibond, rimodulando il loro know how con servizi di advisory e ponendosi come intermediarie tra le imprese e il mercato dei capitali.

A livello regolamentare i decreti del Ministero dello Sviluppo Economico, emanati d'intesa con il Ministero dell'Economia e delle Finanze, hanno ridotto gli oneri di accensione delle garanzie pubbliche per l'emissione di titoli ed ampliato l'operatività del Fondo Centrale di Garanzia estendendolo a portafogli di finanziamenti sottoscritti da investitori qualificati e da CONFIDI a cui vengono concesse garanzie dirette e controgaranzie. In ultimo, le disposizioni dell'Agenzia delle Entrate hanno completato il quadro della disciplina degli incentivi fiscali.

Trattandosi di un argomento innovativo con forti implicazioni nel rapporto Banca-Impresa, l'autore ha voluto offrire, con questa pubblicazione, alle PMI non quotate, ai professionisti ed ai consulenti del private debt, ed a tutti gli operatori del settore, uno studio dove poter trovare analizzati i principali riferimenti normativi, contabili, tributari e matematico finanziari utili per costruire nuove strategie di finanza aziendale, innovative modalità di approvvigionamento della liquidità sui mercati con strumenti personalizzati, nonché considerare i dettami delle autorità di regolazione e vigilanza.

Questo studio evidenzia l'importanza della consulenza e della pianificazione aziendale soprattutto nel rapporto con le banche, e con gli investitori qualificati, che in questa fase di mercato sono alla ricerca di rendimenti appetibili poiché, a seguito del Quantitative Easing della BCE, si sono riversate sui mercati obbligazionari masse di denaro che hanno avvicinato allo zero rendimenti risk-free, e portato il tradizionale segmento high yield a rendimenti che non premiano in nessun modo il rischio incorporato nei bond in portafoglio, mettendo in luce le nuove opportunità di collaborazione tra il mondo della finanza e dell'economia reale, che in Italia è per larga parte un mercato ancora tutto da sviluppare.

Sempre focalizzato sull'importanza del suddetto rapporto, l'autore ha ritenuto opportuno descrivere brevemente i collocamenti sul mercato AIM, dedicato alle Piccole e Medie Imprese ad alto potenziale di crescita, per certi versi complementare a quello dei minibond: in particolare l'approfondimento della figura del Nomad, che segue l'impresa sia nella fase iniziale di valutazione dell'appropriatezza, sia durante l'intera permanenza della quotazione delle azioni nel segmento del mercato, permette di sottolineare al meglio questa sinergia che tali nuovi strumenti offrono alle banche ed alle imprese.