

**Funding & Capital Markets Forum 2016**  
***Sessione Parallela C1 - Le emissioni obbligazionarie da parte delle PMI***

**Cristiano Galli**

Milano, 12 maggio 2016

# Agenda

---

I

Il contesto di riferimento: ipotesi di sviluppo del mercato del debito privato

II

*Trend* e risultati del segmento professionale ExtraMOT PRO

III

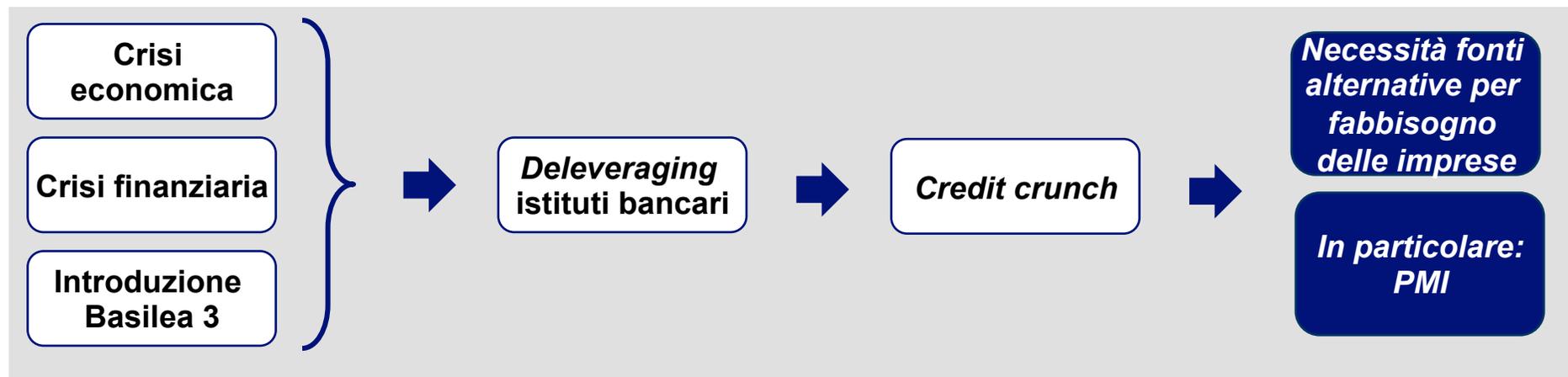
Strumenti di debito alternativi

IV

E strumenti di sistema?

# Crisi del credito: *credit crunch* e fabbisogno delle imprese

- La crisi economica e le tensioni sui mercati finanziari, unitamente all'introduzione di Basilea III, hanno innescato un processo di *deleveraging* nel sistema bancario, che a sua volta si è manifestato nei confronti delle imprese sotto forma di una forte stretta creditizia (*credit crunch*):

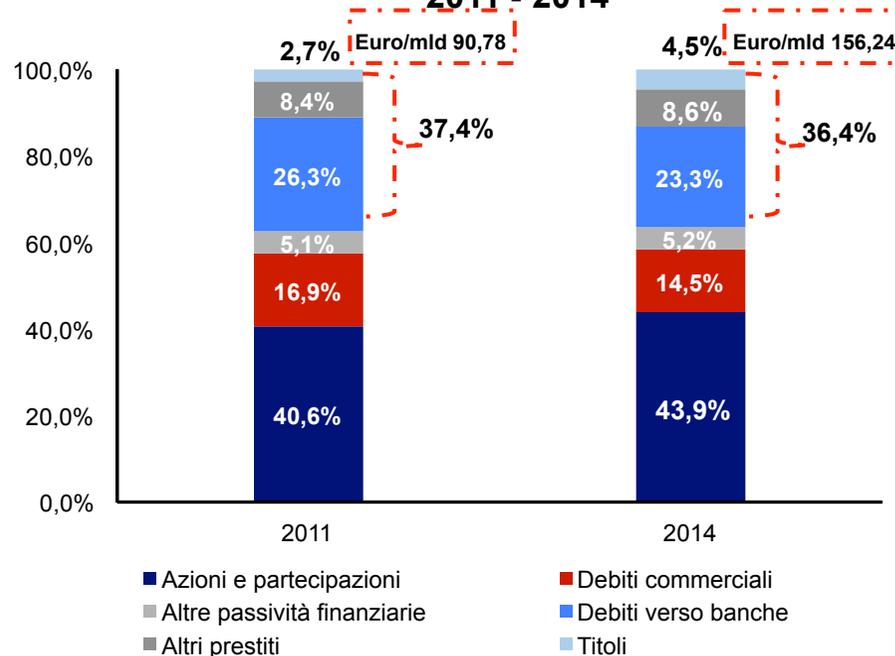


- Per le PMI (società con meno di 250 dipendenti, fatturato < Euro 50 Mln o Totale attivo < Euro 43 Mln), caratterizzate da una inferiore patrimonializzazione rispetto alle grandi imprese, l'accesso al credito diviene ancora più difficoltoso.
- Risultava necessario in conseguenza della crisi e a livello strutturale, quindi, che le imprese, e soprattutto le PMI, avessero avviato – e avviino - un percorso di rafforzamento patrimoniale e un ricorso al debito di investitori terzi diversi dal sistema bancario.
- Tale necessità era ancora più rilevante in considerazione del fatto che, in Italia al 2011, il 92,9% delle fonti di finanziamento *corporate* era di provenienza bancaria (87,6% al 2014). In Europa tale percentuale è in media l'84% del totale dei finanziamenti. Negli Stati Uniti, il debito bancario rappresenta solo il 30% del totale delle fonti di finanziamento alle imprese, mentre il restante 70% è composto da altre fonti di debito quali i prestiti obbligazionari.

# Funding e struttura del passivo delle imprese in Italia

- L'analisi sulla struttura del passivo delle società non finanziarie nel triennio 2011-2014 evidenzia:
- riduzione del peso percentuale dei debiti finanziari sul totale delle fonti (dal 37,4% al 36,4%).
- significativa ricomposizione della voce complessiva dei debiti finanziari:
  - i debiti verso le banche a breve e a medio/lungo termine si riducono del 3%;
  - la componente titoli – che include i titoli obbligazionari – si incrementa dell' 1,8%;
  - sostanzialmente invariato il peso degli altri finanziamenti (*factoring, leasing, cartolarizzazioni*).
- rilevante incremento (3,3%) del grado di patrimonializzazione (dal 40,6% al 43,9%);
- decremento del peso dei debiti commerciali che si riduce del 2,4% (dal 16,9% al 14,5%);
- sostanziale invarianza delle altre passività.

Composizione struttura passivo delle società non finanziarie  
2011 - 2014



Fonte: Elaborazioni Banca Finnat

STRUTTURA DEBITI FINANZIARI IMPRESE ITALIANE		
	2011	2014
Debiti verso banche	70,4%	63,9%
Altri prestiti	22,5%	23,7%
Titoli	7,1%	12,4%

\* Elaborazioni Banca Finnat

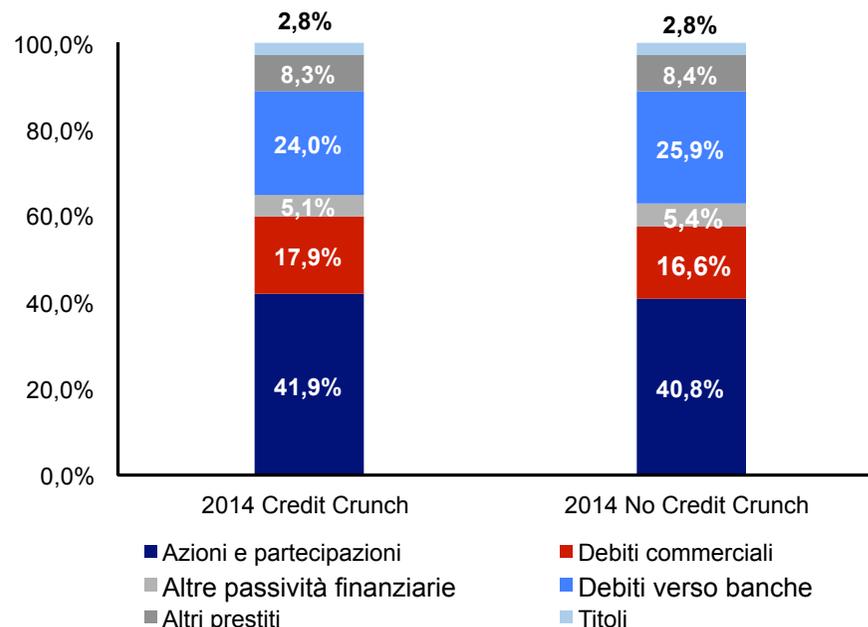
# Peso dei titoli obbligazionari: oltre le aspettative

- Il peso percentuale dei titoli – che include i titoli obbligazionari – pari al 4,5% su totale delle fonti di finanziamento si attesta ad un valore superiore alle aspettative.
- Nello specifico, a partire da un'ipotesi di lavoro del CSC, è stata stimata la struttura del passivo delle società non finanziarie al 2014, a partire dai dati del 2011, con l'obiettivo di individuare quale sarebbe dovuto essere il peso dei titoli obbligazionari sul totale.
- Nelle elaborazioni è stato ipotizzato:
  - > **IPOTESI INVESTIMENTI:** un incremento degli investimenti pari a Euro 18 Mld annui, in linea con l'incremento medio degli investimenti nel periodo pre-crisi;
  - > **IPOTESI FINANZIARIE:** l'affermazione di uno scenario alternativo, in particolare:

Credit rationing
-2,5% anno dei debiti bancari e invarianza degli altri prestiti;
+2,5% anno dei titoli;
+2,5% crescita dei debiti commerciali;
copertura <u>integrale</u> con capitale di rischio dei nuovi investimenti

NO Credit rationing
invarianza dei debiti bancari e +2,5% degli altri prestiti;
+2,5% anno dei titoli;
+2,5% crescita delle altre passività;
copertura <u>parziale</u> – 50% – con capitale di rischio dei nuovi investimenti

Stime Banca Finnat struttura passivo delle società non finanziarie



Fonte: Elaborazioni Banca Finnat

	STRUTTURA DEBITI FINANZIARI IMPRESE ITALIANE		
	2014	2014 * Credit Crunch	2014 * no Credit Crunch
Debiti verso banche	63,9%	68,4%	69,7%
Altri prestiti	23,7%	23,5%	22,7%
Titoli	12,4%	8,1%	7,6%

\* Elaborazioni Banca Finnat

# Agenda

---

I

Il contesto di riferimento: ipotesi di sviluppo del mercato del debito privato

II

*Trend* e risultati del segmento professionale ExtraMOT PRO

III

Strumenti di debito alternativi

IV

E strumenti di sistema?

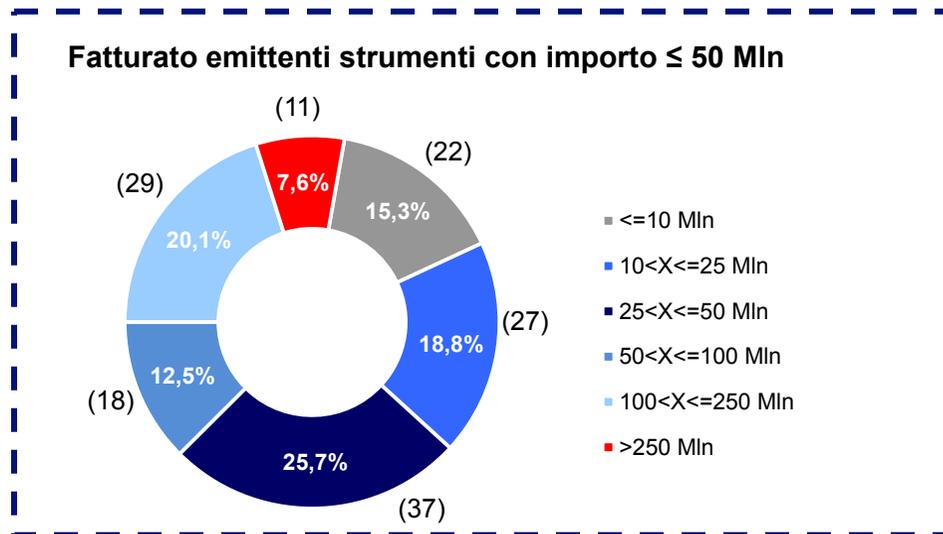
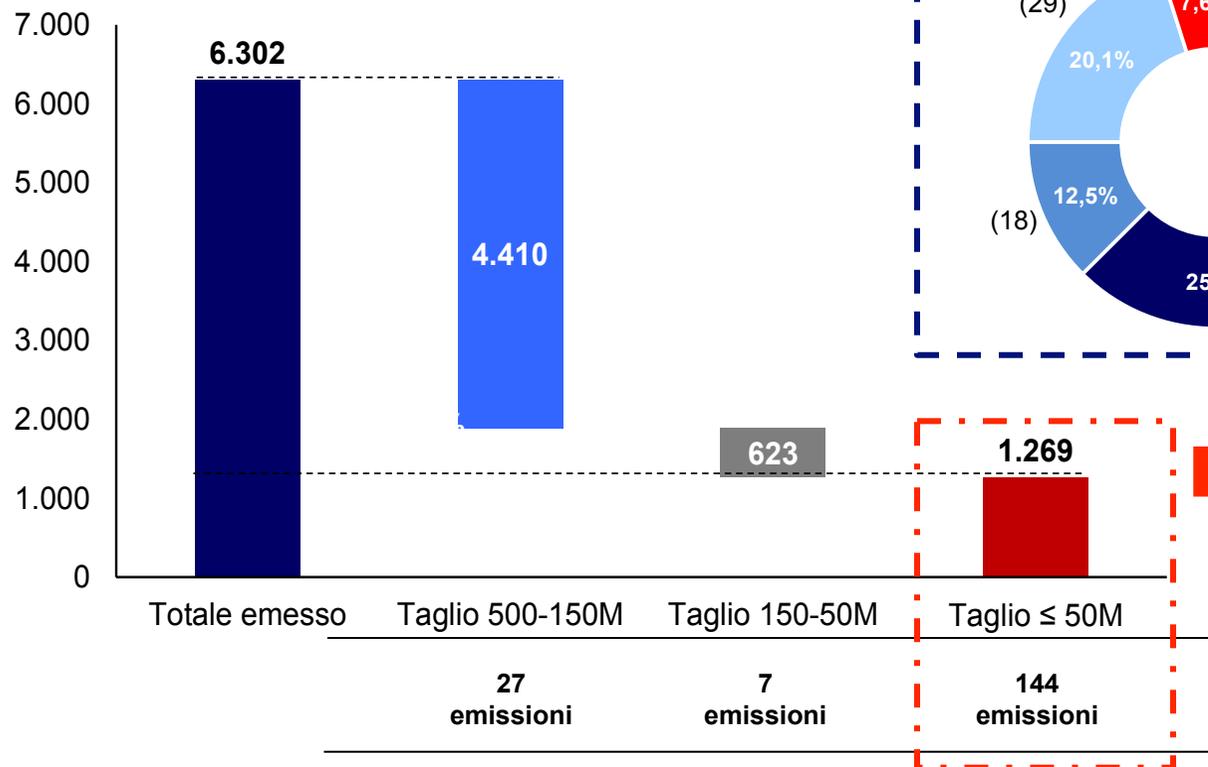
# Un apposito mercato: primi risultati ExtraMOT PRO

- ExtraMOT PRO è il mercato degli strumenti di debito alternativi, costituito nel febbraio 2013 e gestito da Borsa Italiana, per offrire alle imprese - con titoli rappresentativi del capitale non negoziati in mercati regolamentati o non regolamentati – di cogliere le opportunità derivanti dal nuovo quadro normativo.
- L'andamento di tale mercato, anche in relazione alla disponibilità dei dati e delle informazioni, potrebbe fornire delle indicazioni dell'andamento degli strumenti di debito alternativi nel loro complesso, considerando sia gli strumenti quotati sia gli strumenti non quotati.
- Al 30 aprile 2016, in Italia, il mercato delle obbligazioni *corporate*, strumenti alternativi e delle cambiali finanziarie per le imprese non quotate, emesse a seguito delle novità normative - DL n.83/2012 e seguenti – e quotati ha registrato emissioni per un importo totale pari a circa Euro 6,3 Mld. Al 2014 il valore degli strumenti di debito alternativi non quotati era pari a Euro 3,2 Mld pari al 45,7% del totale degli strumenti emessi a quella data (*Fonte: Banca d'Italia*).
- I dati al 30 aprile 2016 indicano che il 51,7% delle 178 emissioni totali è stato effettuato da imprese con fatturato superiore a Euro 50 Mln – cd grandi imprese, mentre il 48,3% da PMI. Se però consideriamo le emissioni con importo inferiore a Euro 50 Mln la percentuale delle emissioni effettuate dalle PMI è pari a 59,7% rispetto al 40,3% delle grandi imprese.
- Inoltre, i *trend* relativi all'importo medio delle emissioni complessive, alla numerosità delle emissioni con importi inferiori a Euro 50 Mln e all'importo medio delle stesse indicano un sempre maggiore utilizzo di tale mercato da parte delle PMI.

# ExtraMOT PRO: andamento strumenti quotati

- Nel complesso i dati al 30 aprile 2016 indicano:

**Totale emissioni titoli quotati su ExtraMOT PRO – 30.04.2016**



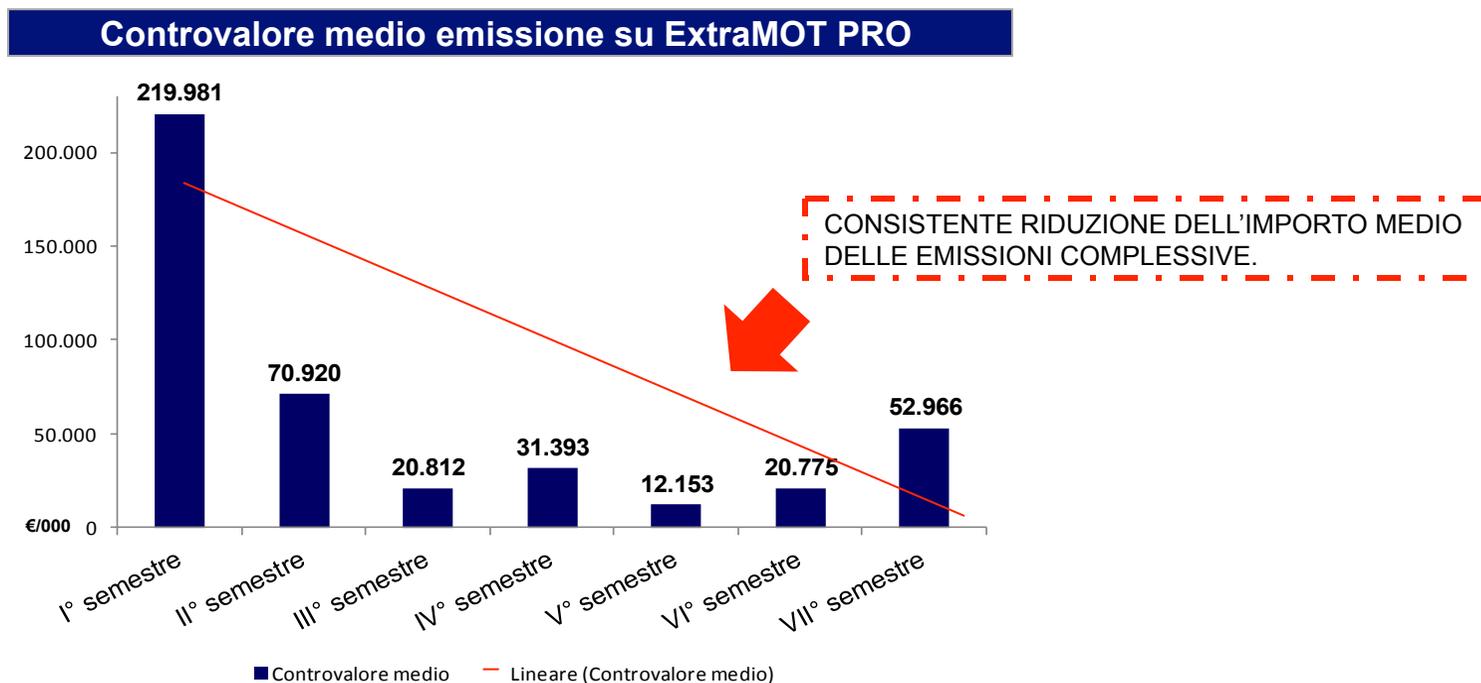
59,7% PMI  
40,3% Grandi Imprese

DATI EMISSIONI TOTALI - 178  
48,3% PMI  
51,7% Grandi Imprese

Fonte: elaborazioni Banca Finnat su dati Borsa Italiana al 30/04/2016

# ExtraMOT PRO: importo medio delle emissioni complessive

- Di seguito si riporta un grafico che illustra, a livello semestrale, l'importo medio dell'emissione di obbligazioni *corporate*, strumenti alternativi e cambiali finanziarie quotati su ExtraMOT PRO:



- Al riguardo, il I° semestre riporta un controvalore medio nettamente superiore agli altri semestri pari a Euro 220 Mln circa, da attribuire all'emissione di obbligazioni *corporate* di importi elevati da parte di Cerved, IVS e Sisal. La linea di tendenza evidenzia come il controvalore medio sia in netto decremento, a dimostrazione di sempre maggiori emissioni di importo più contenuto.

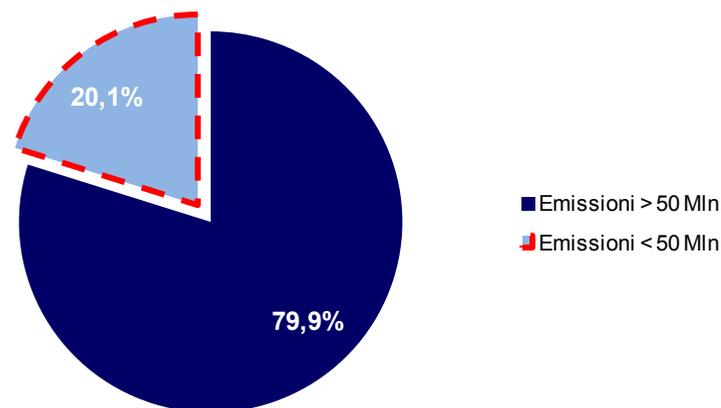
## ExtraMOT PRO: focus emissioni $\leq$ 50Mln (1/4)

- Ad oggi, si registrano 144 emissioni di obbligazioni *corporate*, di strumenti alternativi e cambiali finanziarie quotati sul mercato ExtraMOT PRO di ammontare inferiore o uguale a Euro 50 Mln, per un controvalore totale pari a circa Euro 1.269,05 Mln.
- Di seguito si riportano le principali statistiche relative alle emissioni di strumenti quotati su ExtraMOT PRO di importo inferiore o uguale a Euro 50 Mln:

- Numero emissioni: 144
- Ammontare emissioni: Euro 1.269,05 Mln
- Media emissioni: 8,8 Mln
- Durata media: 5,8 anni
- Rendimento medio: 5,4%



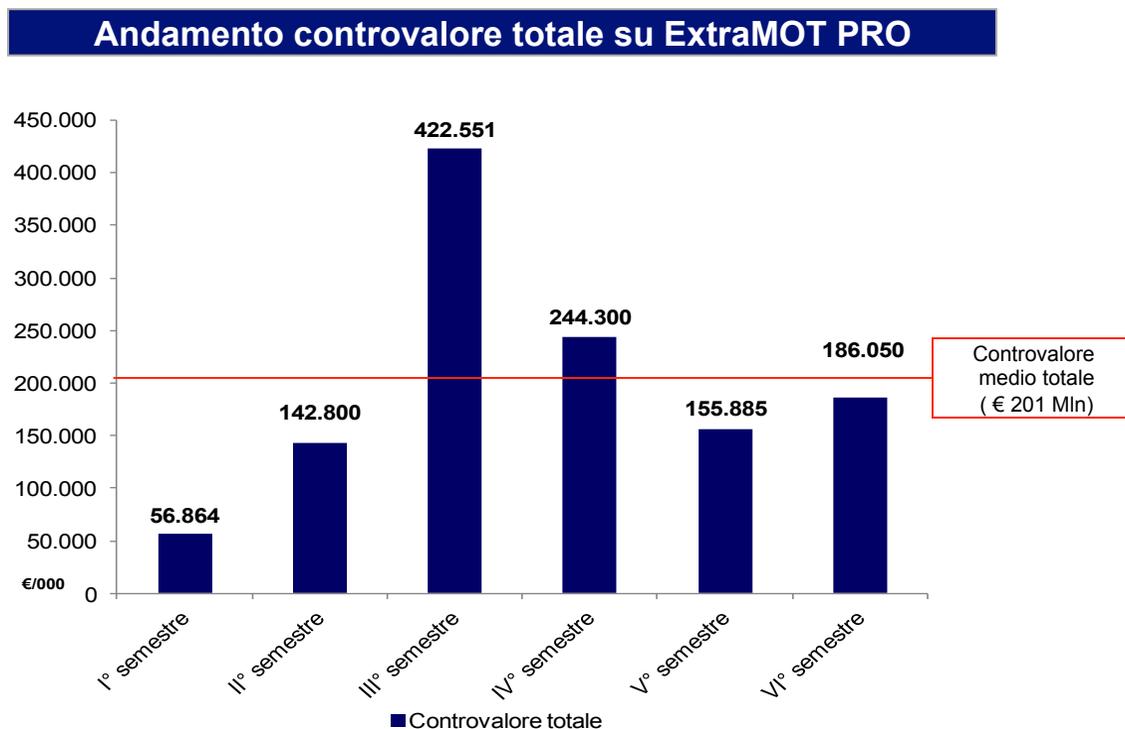
**Totale emissioni ExtraMot Pro**



Fonte: elaborazioni Banca Finnat su dati Borsa Italiana al 30/04/2016

## ExtraMOT PRO: focus controvalore totale $\leq$ 50Mln (2/4)

- Di seguito si riporta un grafico che illustra, a livello semestrale, il controvalore totale delle obbligazioni *corporate* quotate, strumenti alternativi e cambiali finanziarie quotati sul mercato ExtraMOT PRO, di importo inferiore o uguale a Euro 50 Mln:

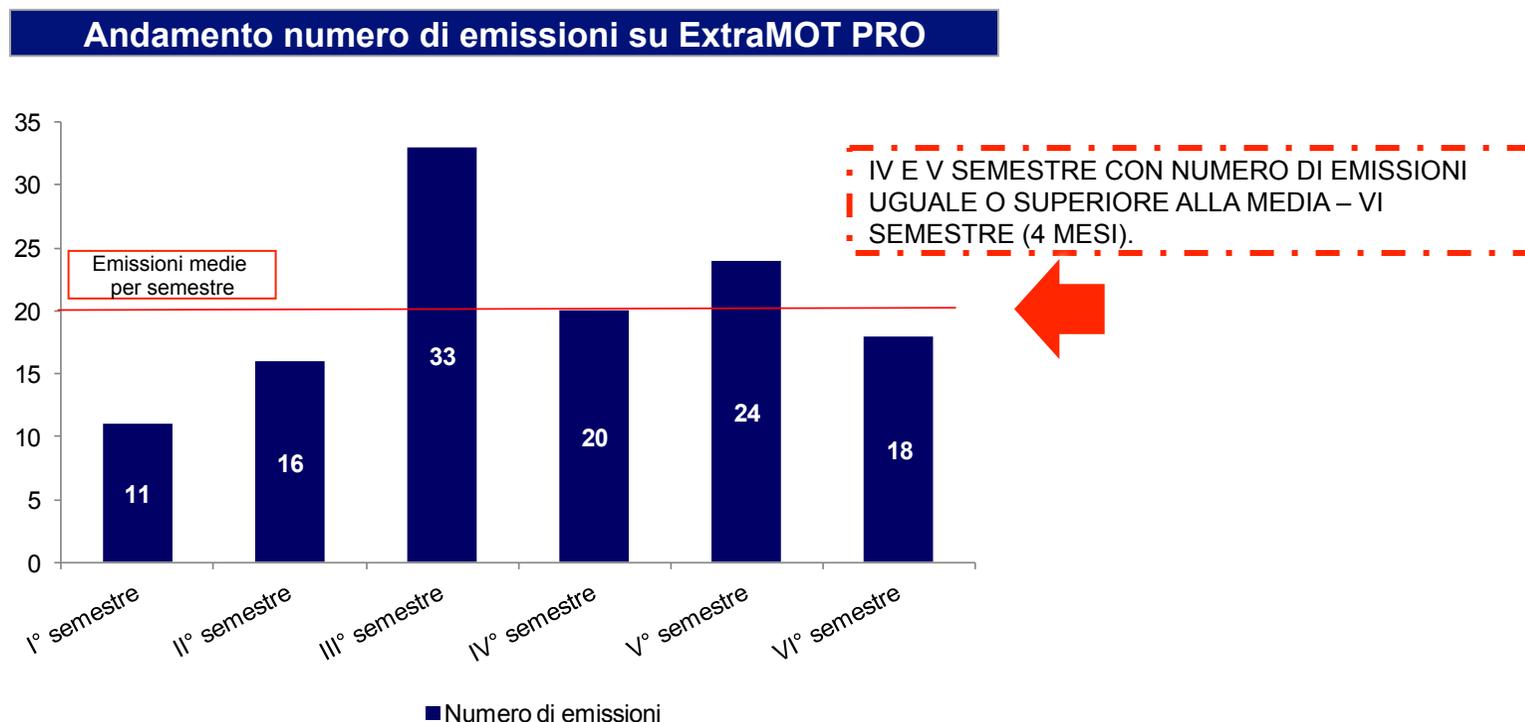


Fonte: elaborazioni Banca Finnat su dati Borsa Italiana al 30/04/2016

- Al riguardo, si evidenzia che il controvalore delle emissioni raggiunge negli ultimi semestri (IV°, V°, VI°) valori maggiori rispetto ai semestri iniziali (I° e II°), con valori di emissione semestrale che hanno raggiunto anche 422 Mln (III° semestre).

## ExtraMOT PRO: focus numero emissioni $\leq$ 50Mln (3/4)

- Di seguito si riporta un grafico che illustra, a livello semestrale, l'andamento del numero di emissioni di obbligazioni *corporate*, strumenti alternativi e cambiali finanziarie quotati su ExtraMOT PRO, di importo inferiore o uguale a Euro 50 Mln:

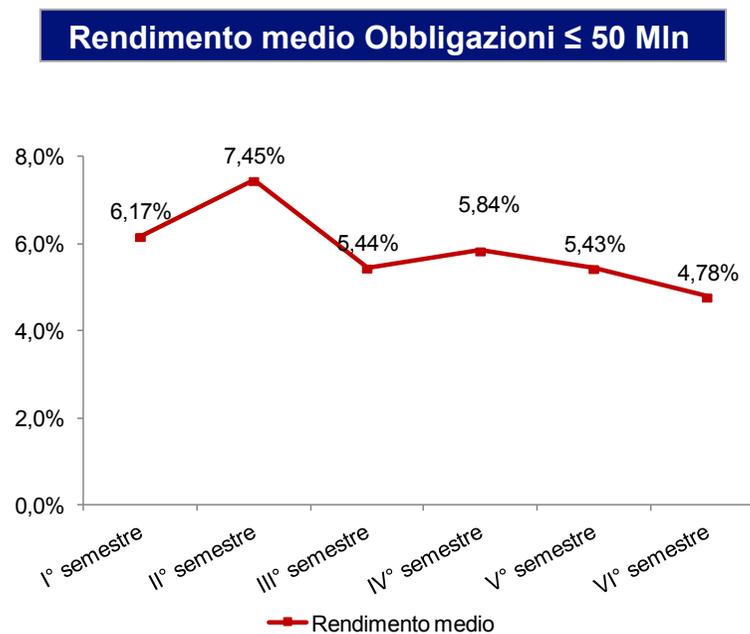
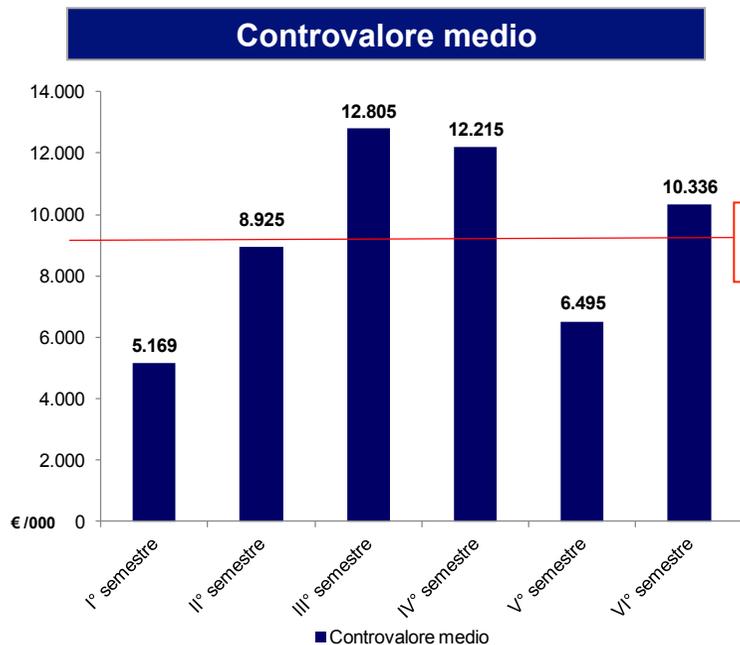


Fonte: elaborazioni Banca Finnat su dati Borsa Italiana al 30/04/2016

- Al riguardo, si evidenzia un incremento costante nel numero delle emissioni che passano da 11 nel I° trimestre a 24 nel V° semestre, raggiungendo un picco di 33 nel terzo semestre. Il VI° semestre, che al momento conta 18 emissioni, si chiuderà il 30/06/2016 probabilmente in linea o con emissioni superiori alla media.

# ExtraMOT PRO: rendimenti emissioni $\leq 50$ Mln (4/4)

- Di seguito si riporta un grafico che illustra, semestralmente, il controvalore medio delle obbligazioni *corporate*, degli strumenti alternativi e delle cambiali finanziarie quotati su ExtraMOT PRO, di importo inferiore o uguale a Euro 50 Mln. Si evidenzia, inoltre, l'andamento del rendimento medio semestrale degli strumenti quotati:



CONTROVALORE MEDIO IN AUMENTO DOVUTO ALL'EMISSIONE DI 4 OBBLIGAZIONI SUPERIORI A EURO 20 MLN, EMISSIONI FACENTI PARTE DI UN'OPERAZIONE DI CARTOLARIZZAZIONE.

Fonte: elaborazioni Banca Finnat su dati Borsa Italiana al 30/04/2016

# Agenda

---

I

Il contesto di riferimento: ipotesi di sviluppo del mercato del debito privato

II

*Trend* e risultati del segmento professionale ExtraMOT PRO

III

Strumenti di debito alternativi

IV

E strumenti di sistema?

# Strumenti di debito alternativi: un set di possibilità

- Le revisioni normative sono intervenute con l'obiettivo di allineare la disciplina delle obbligazioni *corporate* delle società non aventi titoli rappresentativi del capitale negoziati in mercati regolamentati o non regolamentati con quelle degli emittenti quotati, permettendo:
  - ❑ il **superamento del limite** previsto dal ex art 2412 per le SpA;
  - ❑ l'**allineando del trattamento fiscale degli interessi per le società emittenti**, sia nel caso di **strumenti quotati**, sia nel caso di **strumenti non quotati** sottoscritti da investitori qualificati ai sensi dell'art. 100 del d.lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF);
  - ❑ un **trattamento fiscale per i sottoscrittori di strumenti quotati** in linea con le condizioni previste per strumenti quotati su altri segmenti del mercato finanziario, e allineando il trattamento fiscale dei proventi percepiti da alcune categorie di investitori – veicoli di cartolarizzazione, investitori anche non residenti iscritti nella “*White List*” e investitori qualificati – anche nel caso di **mancata quotazione degli strumenti**.
- Ulteriori elementi di novità della riforma sono: *i)* estensione del trattamento di cui sopra anche ad obbligazioni che danno diritto ad acquisire o a sottoscrivere titoli rappresentativi del capitale, quali obbligazioni convertibili e obbligazioni *cum warrant*, e *obbligazioni «convertendo»*, *ii)* introduzione della possibilità di emettere obbligazioni e titoli simili con clausola di subordinazione o con clausola di partecipazione, per le SpA e per le Srl.
- Gli interventi richiamati si sono sommati alle opportunità offerte dalla creazione e dallo sviluppo di altri segmenti del mercato finanziario, come ad esempio il mercato alternativo del capitale – AIM, che ha tra gli obiettivi quello di favorire il rafforzamento patrimoniale in termini di capitale di rischio delle imprese
- L'insieme dei provvedimenti e delle aumentate soluzioni di *funding* potrebbero favorire la definizione di strutture finanziarie da parte delle imprese strumentali al raggiungimento di obiettivi di miglioramento economico e patrimoniale aziendali con effetto sul rafforzamento del sistema economico complessivo, anche attraverso una efficiente allocazione delle risorse finanziarie disponibili.

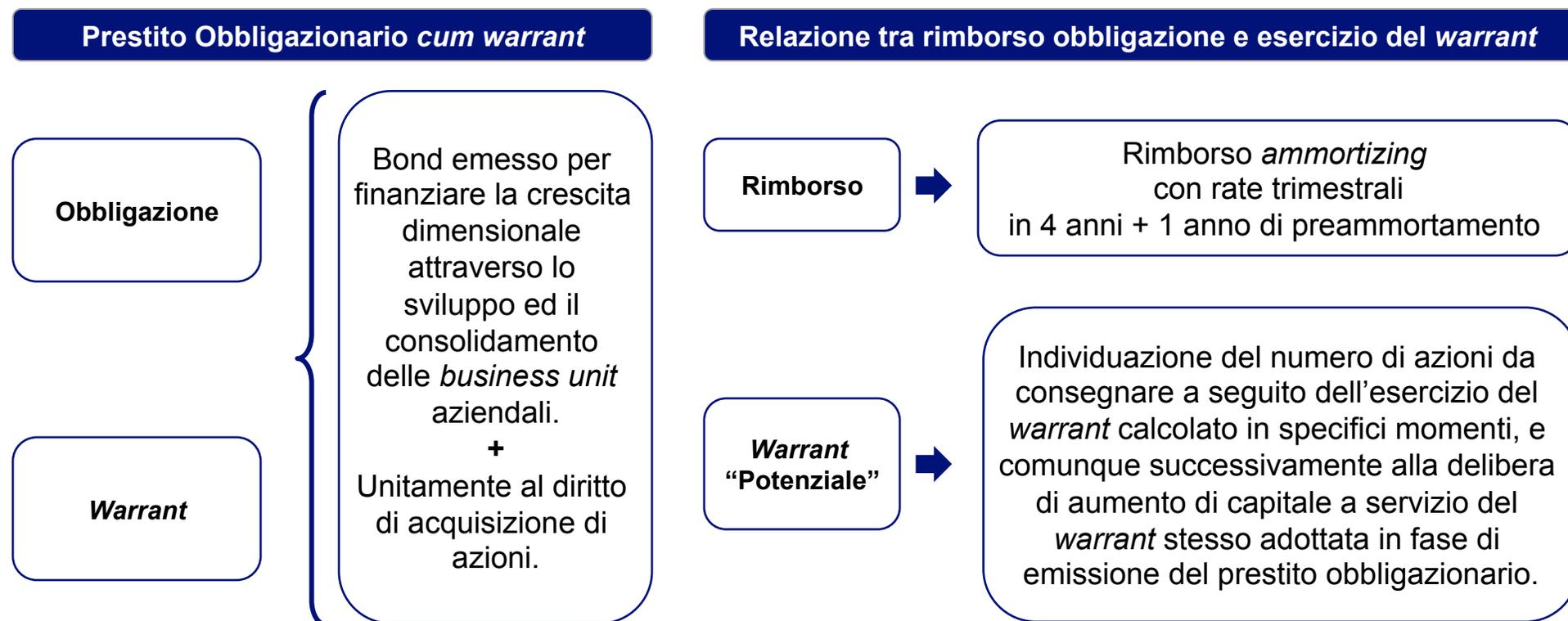
# Strumenti di debito alternativi: in quotazione

- Alcune emissioni hanno previsto l'utilizzo di strumenti alternativi di debito per finalità di *funding* e di rafforzamento patrimoniale in ottica di espansione dell'attività e di potenziamento della capacità competitiva, con l'innesto di alcuni elementi di novità rispetto ad operazioni *plain vanilla*.
- Di seguito si riporta un grafico che illustra, in sintesi, gli elementi principali di un prestito obbligazionario *cum warrant* emesso da una società non quotata, con Euro 65 Mln di fatturato al momento dell'emissione e quotazione dello strumento:

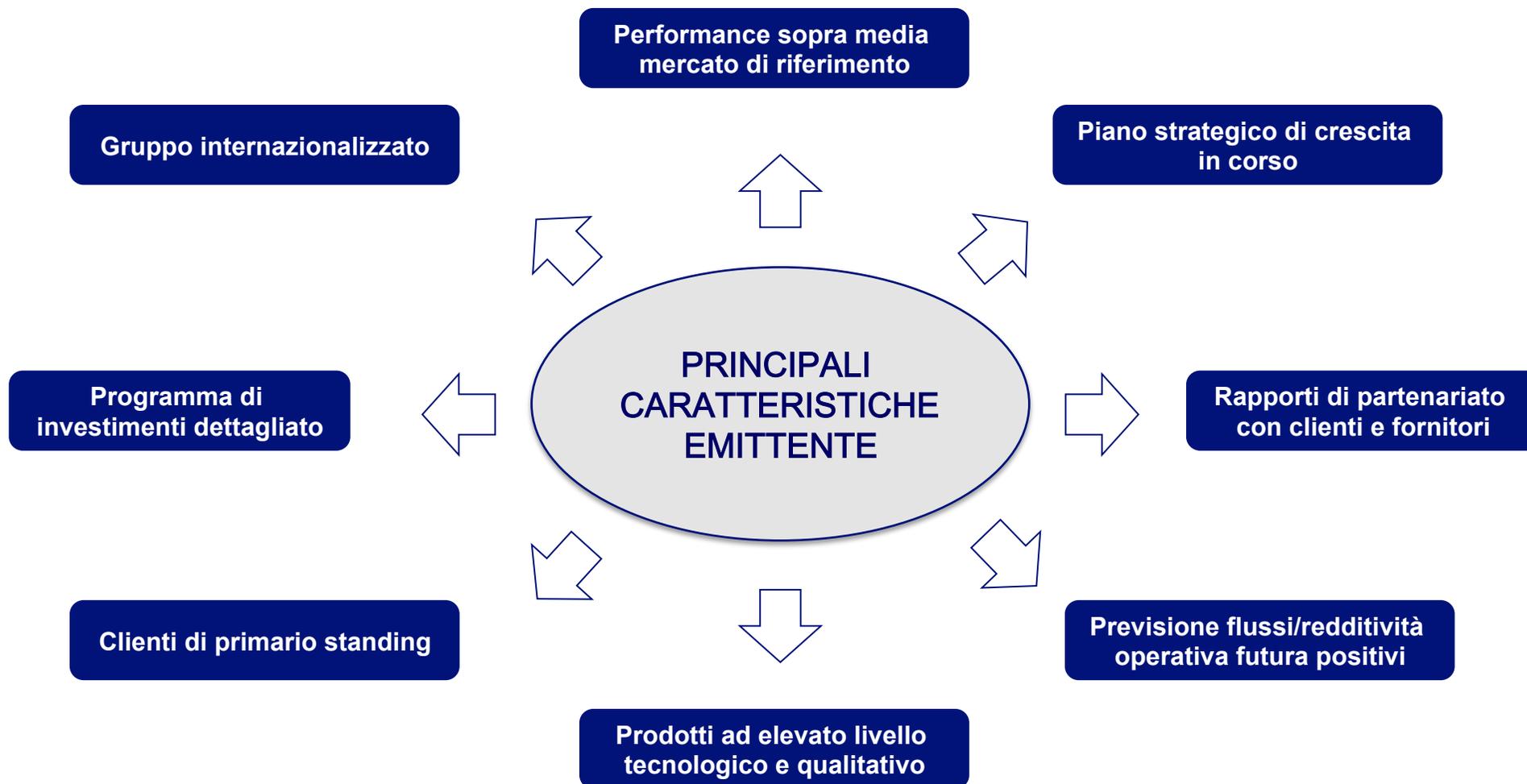


# Strumenti di debito alternativi: negoziato privatamente

- Di seguito si riporta un grafico che illustra, in sintesi, gli elementi principali di un prestito obbligazionario *cum Warrant* emesso da una società non quotata, con Euro 5,2 Mln di fatturato.
- Nell'ambito di tale emissione si è deciso di non procedere alla quotazione dello strumento, che quindi è stato definito e negoziato privatamente fra impresa emittente e investitore. Tale negoziazione ha permesso l'individuazione di obiettivi aziendali e prospettici utili per il profilo del prestito obbligazionario – ad esempio in termini di pricing – e per la struttura delle condizioni di esercizio del *warrant* collegato al prestito stesso.



# Strumenti di debito alternativi: qualità della società emittente



# Agenda

---

I

Il contesto di riferimento: ipotesi di sviluppo del mercato del debito privato

II

*Trend* e risultati del segmento professionale ExtraMOT PRO

III

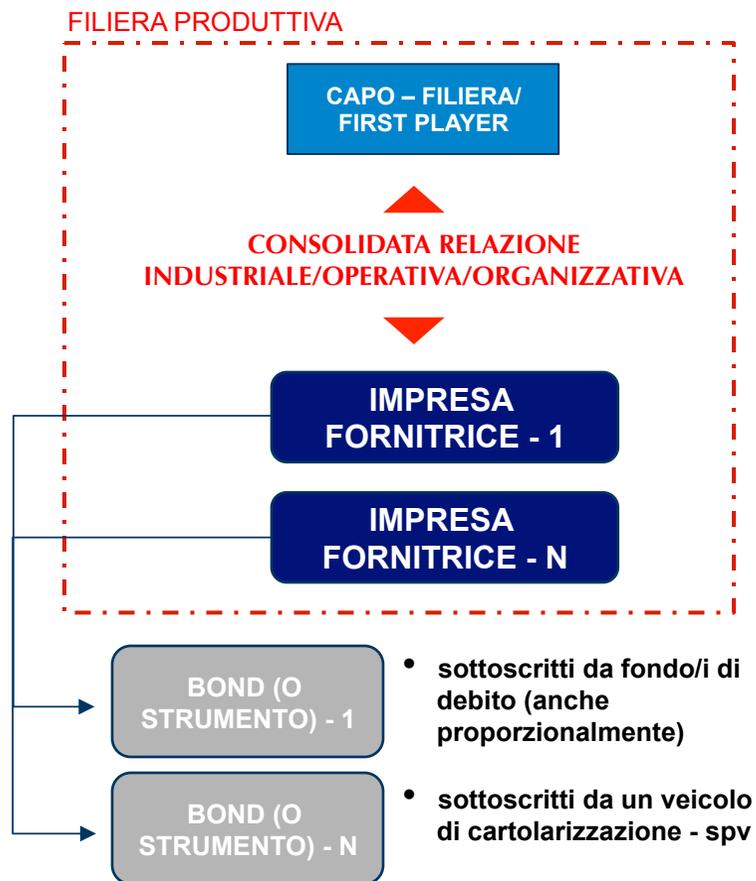
Strumenti di debito alternativi

IV

E strumenti di sistema?

# Strumenti di debito alternativi: opzione per il sistema

- La diffusione degli strumenti alternativi di finanziamento può, unitamente a maggiori soluzioni di finanziamento delle singole imprese, offrire delle opportunità di definire soluzioni di finanziamento di un sistema di imprese attraverso la strutturazione/emissione di **bond (o strumenti) di filiera**.



- rilevante posizionamento competitivo
- presenza mercati internazionali
- accesso al mercato dei capitali - banche**
- condivisione della strategia commerciale/operativa**
- definizione/coordinamento dell'assetto produttivo**
- market intelligence**
- specializzazione produttiva
- sistema gestionale/organizzativo efficiente
- equilibrio economico/patrimoniale consolidato

## VANTAGGI DELL'EMISSIONE/SOTTOSCRIZIONE DEL BOND DI FILIERA

- supportato dalla relazione industriale consolidata e inquadrata nell'ambito di uno schema contrattuale
- miglioramento del rating/merito creditizio – e possibile estensione dello stesso alle imprese della filiera
- sistema di garanzie/incentivi/agevolazioni fiscali:
  - garanzie: rilasciate o dall'azienda capo filiera o dalle imprese della filiera ovvero da istituti/istituzioni nazionali/europee
  - incentivi: maggiore intensità di contributi ad imprese che operano in una logica di filiera
  - fiscalità: aumento limiti di deducibilità degli interessi per le imprese emittenti o riduzione aliquota fiscale per i sottoscrittori

# Opzione per il sistema: i presupposti

- Quali sono i presupposti?

## ASSETTO FINANZIARIO

BANCHE E  
NUOVI MODELLI OPERATIVI

PMI E  
ACCESSO AL CREDITO

RATING E  
MERITO DI CREDITO

SVILUPPO DEL MERCATO  
DEL DEBITO

## ASSETTO PRODUTTIVO

MODELLI DI  
RELAZIONE INDUSTRIALE

COORDINAMENTO E  
APPROCCIO AL MERCATO

APERTURA DELLE  
RELAZIONI

MIGLIORE POSIZIONAMENTO  
COMPETITIVO

# Opzione per il sistema: i vantaggi

- Quali sono i vantaggi per i diversi «sistemi»?

## BANCHE E CREDITO

- Concentrazione e razionalizzazione su clienti di maggiore *standing*;
- Migliore strutturazione e/o composizione degli attivi;
- Rafforzamento patrimoniale, rispetto della regolamentazione (Basilea III) e minore assorbimento di capitale.

## IMPRESE E SCAMBI

- Capo-filiera/first player: ruolo sul credito e *network*, coordinamento del processo, capacità competitiva;
- Altre imprese: accesso al credito, rapporto «a monte» e vantaggio con i fornitori, visione unitaria e condivisione, aggregazioni/fusioni.



## FINANZA E INVESTITORI

- Sviluppo, potenziamento di fondi di debito/schemi operativi di investimento;
- Condivisione di know-how nel *funding* e nella visione strategica/operativa;
- Coinvolgimento di investitori istituzionali interessati all'economia reale/*asset class*.

## ECONOMIA

- Rafforzamento dei singoli soggetti coinvolti (banche, imprese, fondi, investitori, sistema delle garanzie);
- Consolidamento di rapporti fra operatori, aggregazioni, fusioni, sinergie e rafforzamento del sistema economico.

# Bond (o strumenti) di filiera: cosa fare

- Quali potrebbero essere i prossimi passi?

## Individuazione filiere/sistemi

- Individuare/selezionare sistemi di imprese ai quali proporre soluzioni di finanziamento e/o emissioni/strutturazione di bond (o strumenti) di filiera caratterizzate da forti interdipendenze industriali/organizzative/gestionali.

## Selezionare fondi interessati

- Individuare/selezionare fondi di debito, soggetti specializzati o investitori istituzionali interessati a sottoscrivere strumenti emessi nell'ambito di un rapporto di filiera.

## Modalità operative

- Definizione delle più opportune soluzioni operative attraverso le quali mettere in relazione processo di investimento, individuazione dei fabbisogni, gestione/processo degli ordini e modalità di finanziamento.

## Modelli giuridici

- Selezione, sviluppo e analisi di modelli giuridici attraverso i quali definire in modo specifico il «contratto» che disciplina i rapporti industriali/operativi/organizzativi fra capo filiera/first player e imprese del sistema e formalizzare il concetto di filiera per l'interazione della stessa con i soggetti esterni.

## Sistema delle garanzie

- Analizzare/definire schemi delle garanzie sia «interne» concesse dall'impresa capo-filiera/first player e/o dalle singole imprese emittenti su beni/asset aziendali, sia «esterne» rilasciate da soggetti nazionali/sovranazionali su operazioni costruite con la logica di filiera.

## Ruolo delle istituzioni

- Considerazioni in merito al supporto su operazioni di filiera da parte delle Istituzioni – rappresentanti del sistema governativo centrale e/o locale, rappresentanti di categoria, investitori specializzati/istituzionali, con riferimento all'analisi/promozione/discussione su operazione strutturate con la logica di filiera

## Fiscalità' /incentivi

- Definire sistemi di incentivazione che supportino la definizione di sistemi/contratti di filiera e individuazione di leve fiscali sia per le imprese emittenti, appartenenti alla filiera, che per i soggetti fondi/operatori specializzati coinvolti nel processo di investimento.

---

**Banca Finnat Euramerica SpA**

Palazzo Altieri - Piazza del Gesù, 49

00186 Roma

[www.bancafinnat.it](http://www.bancafinnat.it)

**Cristiano Galli**

Senior Manager – Advisory & Corporate Finance

+39 06 69933418

[c.galli@finnat.it](mailto:c.galli@finnat.it)

## **DISCLAIMER:**

**QUESTO DOCUMENTO E' STATO REDATTO DA BANCA FINNAT EURAMERICA S.P.A. LE INFORMAZIONI CONTENUTE NEL PRESENTE STUDIO PROVENGONO DA FONTI RITENUTE ATTENDIBILI ED ACCURATE. TUTTAVIA, BANCA FINNAT EURAMERICA S.P.A. NON NE GARANTISCE NÈ LA COMPLETEZZA NÉ L'ESATTEZZA ED IN OGNI CASO NON ASSUME ALCUNA RESPONSABILITÀ PER EVENTUALI DANNI MORALI E/O MATERIALI, DIRETTI OD INDIRETTI, CAUSATI DALL'USO DI QUESTO DOCUMENTO O DEL SUO CONTENUTO. IL PRESENTE DOCUMENTO NON DEVE ESSERE, IN NESSUN CASO, CONSIDERATO QUALE OFFERTA DI VALORI MOBILIARI, OVVERO INVITO AD ACQUISTARE O VENDERE I VALORI MOBILIARI IVI TRATTATI, OVVERO IN GENERALE UNA SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO. LE INFORMAZIONI RESE DISPONIBILI ATTRAVERSO QUESTO STUDIO NON DEVONO ESSERE INTESE COME UNA RACCOMANDAZIONE O UN INVITO A COMPIERE UNA PARTICOLARE TRANSAZIONE O COME SUGGERIMENTO A PORRE IN ESSERE UNA DETERMINATA OPERAZIONE, NÉ COSTITUISCONO CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI IN STRUMENTI FINANZIARI. OGNI OPINIONE ESPRESSA PUÒ ESSERE SOGGETTA A CAMBIAMENTI E MODIFICHE SENZA PREAVVISO. LA RIPRODUZIONE, ANCHE PARZIALE, DI QUESTO DOCUMENTO È CONSENTITA PREVIA CITAZIONE DELLA FONTE.**