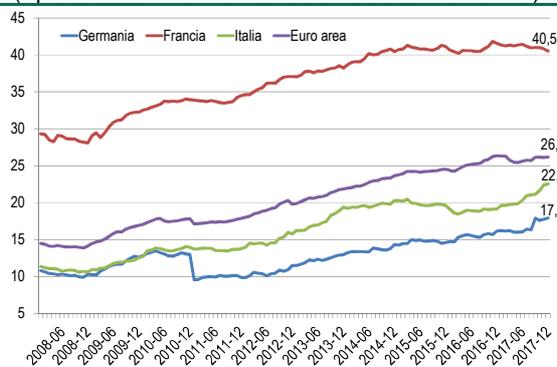


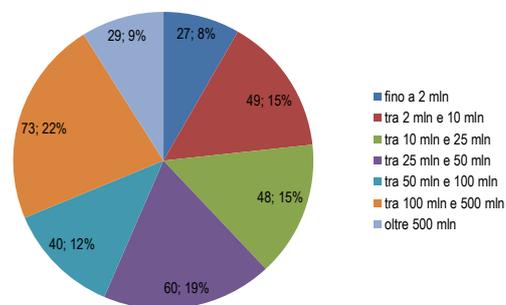
Contributo dei corporate bonds al finanziamento esterno delle società non finanziarie

(quota % su finanziamenti con durata > un anno)



Fonte: elaborazione Servizio Studi Bnl su dati Bce

Mini-bond: fatturato imprese emittenti (imprese emittenti dalla costituzione del mercato)



Fonte: Politecnico di Milano, Osservatorio Mini-Bond, febbraio 2018.

Pur in presenza di una congiuntura relativamente favorevole la **domanda di finanziamenti bancari da parte delle società non finanziarie** continua a presentarsi in Italia relativamente anemica.

La debole crescita dei prestiti alle imprese italiane è prevalentemente un problema di domanda piuttosto che di offerta. Mutamenti nella finanza aziendale hanno determinato un ridimensionamento dell'indebitamento esterno, e quindi inevitabilmente una **minore richiesta di prestiti bancari**. Parallelamente si registra una crescita della capacità di offerta dei canali finanziari non bancari.

In Italia, come in gran parte dell'area euro, a sottrarre spazio alle banche nell'attività di finanziamento delle imprese è stato soprattutto lo **sviluppo del mercato obbligazionario**. Se si esclude il breve termine la crescita del circuito obbligazionario nel finanziamento delle imprese risulta evidente attestandosi al 26% a fine 2017 per l'intera eurozona. La Germania arriva a sfiorare il 18%, la Spagna si ferma al di sotto dell'8%, la Francia supera il 40%, l'Italia è al 22,5%.

n. 08

2 marzo 2018



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

La ripresa economica non riaccende la domanda di credito delle imprese

S. Carletti  silvano.carletti@bnlmail.com

Pur in presenza di una congiuntura relativamente favorevole la domanda di finanziamenti bancari da parte delle società non finanziarie continua a presentarsi in Italia decisamente anemica. Il dato medio per l'intero 2017 è pari infatti ad un modesto +0,1% a fronte del +6,6% del Belgio, del +5,2% della Francia, del +3,8% della Germania e ad una media dell'eurozona pari al +2,5%.

Particolarmente in questi mesi, la debole crescita dei prestiti alle imprese italiane appare un problema prevalentemente di domanda piuttosto che di offerta. Mutamenti nella finanza aziendale hanno determinato un ridimensionamento dell'indebitamento esterno, e quindi inevitabilmente una minore richiesta di prestiti bancari. Parallelamente si registra una crescita della capacità di offerta dei canali finanziari non bancari.

Nel caso delle imprese di maggiore dimensione l'indebolimento dei rapporti con il circuito creditizio è fenomeno avviato da tempo. Più articolata e ancora in evoluzione la situazione sul fronte delle PMI. Il 39% circa di queste imprese non ricorre al canale bancario, in gran parte perché preferisce autofinanziare completamente le sue attività, in parte minore perché fa riferimento a fonti di finanziamento non bancarie. Diminuisce parallelamente il numero delle PMI fortemente dipendenti dal canale bancario: dal 10,5% nel 2009 all'attuale 4,5%.

In Italia, come in gran parte dell'area euro, a sottrarre spazio alle banche nell'attività di finanziamento delle imprese è stato soprattutto lo sviluppo del mercato obbligazionario. Se si esclude il breve termine (scadenza entro i dodici mesi) la crescita del circuito obbligazionario nel finanziamento delle imprese risulta evidente attestandosi al 26% a fine 2017 per l'intera eurozona. La Germania arriva a sfiorare il 18%, la Spagna si ferma al di sotto dell'8%, la Francia supera il 40%, l'Italia è al 22,5%.

La crescita del mercato dei titoli di debito societari propone importanti novità di rilievo qualitativo in Italia in larga misura concentrate nello sviluppo del mercato dei mini-bond. In poco più di quattro anni (la prima emissione risale al luglio 2013) sono state effettuate 467 emissioni, delle quali 398 al di sotto di €50 mln. I dati mettono in evidenza la progressione di crescita del mercato. Le imprese emittenti sono state complessivamente 326, delle quali 162 sono PMI.

La domanda di finanziamenti bancari da parte delle società non finanziarie continua a presentarsi in Italia decisamente anemica. Alla fine dello scorso anno il relativo aggregato (corretto per cessioni di prestiti, cartolarizzazioni e *cash pooling*) risultava nel nostro Paese in crescita di appena + 0,5% a/a. Il dato medio per l'intero 2017 è ancora più modesto: +0,1% a fronte del +6,6% del Belgio, del +5,2% della Francia, del +3,8% della Germania; tra i maggiori paesi dell'area la progressione è più modesta solo in Spagna (0%) e in Olanda (-0,6%); la media dell'eurozona si posiziona al 2,5%.

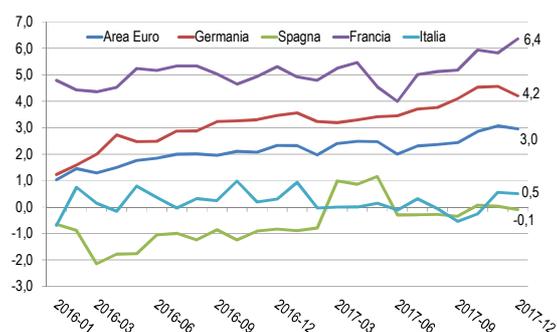
La debole richiesta di prestiti delle imprese italiane risulta in contraddizione con i dati delle congiuntura economica. Per il quarto anno consecutivo, nel 2017 il ritmo di crescita dell'economia è risultato nel nostro Paese positivo, con un promettente risveglio degli investimenti. Se si esclude quello primario, tutti gli altri settori registrano progressi, andamento cui non è più estraneo il comparto delle costruzioni. Altrettanto positivi i segnali che provengono dal mondo delle imprese. Nel 2017 il valore del

fatturato del settore industriale è salito del 5,1%, crescita che riporta l'indice al livello del 2008. Migliora la situazione dei pagamenti e diminuiscono i fallimenti. Lo scorso anno questi ultimi sono scesi sotto le 12mila unità (-11% rispetto all'anno precedente), una grandezza orientativamente intermedia tra il massimo del 2014 (15.350 circa) e il dato del 2009 (quasi 9.400).

La richiesta di credito da parte delle imprese non sembra in Italia sensibile al modesto livello raggiunto dai tassi d'interesse. All'ultima rilevazione (dicembre 2017) il costo medio ponderato per l'attivazione di un finanziamento ad un'impresa risultava in Italia (1,79%) molto vicino al dato medio dell'eurozona (1,70%) o anche a quello richiesto ad un'impresa tedesca (1,75%). Mentre la riduzione nel 2017 di questo costo (11-13 centesimi) si combina in molti paesi dell'area euro (Germania, Spagna, Belgio, etc) con un rafforzamento della crescita dell'aggregato dei prestiti, questo in Italia non avviene.

Andamento dei prestiti alle società non finanziarie

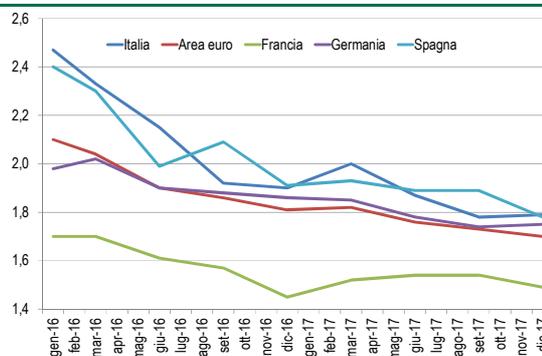
(var % a/a delle consistenze corrette per cessioni di prestiti, cartolarizzazioni e cash pooling)



Fonte: Bce

Andamento del costo dei finanziamenti alle società non finanziarie

(nuove erogazioni)



Fonte: Bce

Si allenta il legame banca - impresa

Come è sempre più evidente (particolarmente in questi mesi) la debole crescita dei prestiti alle imprese italiane è prevalentemente un problema di domanda piuttosto che di offerta. Molte circostanze testimoniano, infatti, che grazie al perdurante tono accomodante della politica monetaria europea le banche sono generalmente disponibili a valutare positivamente le richieste di finanziamento da parte delle società non finanziarie. Riflettendo sulle informazioni a disposizione, sembra inoltre acquisito che il fenomeno ha un carattere ampiamente strutturale. Nella ricerca di una possibile spiegazione si possono (molto schematicamente) distinguere due diversi percorsi: mutamenti nella gestione aziendale che hanno determinato un ridimensionamento dell'indebitamento esterno, e quindi inevitabilmente una minore richiesta di prestiti bancari; crescita della capacità di offerta dei canali finanziari non bancari.

Prima di procedere è importante evidenziare che si è arrestato il processo di restringimento della base imprenditoriale avviato dalla crisi, con importanti segnali di

recupero negli anni più recenti. Il numero delle PMI¹ che dalle 150mila unità del 2007 era sceso a 136mila nel 2014, sta risalendo attestandosi a quota 145mila a fine 2016 e quasi certamente recuperando il livello pre-crisi alla fine dell'anno appena trascorso. Alla risalita ha contribuito soprattutto il salto dimensionale delle microimprese, cui si è aggiunta una riduzione nelle uscite di PMI dal mercato.

I dati che illustrano la dinamica delle nuove erogazioni alle imprese distinguono tra prestiti bancari di importo inferiore ad un milione di euro e operazioni al di sopra di questa soglia, con le seconde evidentemente riferibili ad imprese di significativa dimensione. Orientativamente le quote delle due componenti sono 40-60. Guardando al loro andamento si rileva che in questi ultimi anni le operazioni di ammontare più limitato (pur con qualche fluttuazione nei due sensi) sono rimaste sostanzialmente stabili mentre quelle al di sopra del milione di euro risultano in flessione, una tendenza accentuatasi proprio nel periodo più recente (-13% nell'intero 2017, -15% a/a nel solo secondo semestre).

Nel caso delle imprese di maggiore dimensione l'indebolimento dei rapporti con il circuito creditizio è fenomeno avviato da tempo e che si manifesta con diversa intensità a causa di mutamenti nelle rispettive convenienze. Molto più articolato e ancora sicuramente in evoluzione lo stesso fenomeno considerato sul fronte delle PMI. Secondo l'analisi del Cerved basata sui bilanci delle PMI (circa 145mila) ha messo in evidenza che il 39% circa di queste imprese non ricorre al canale bancario, in gran parte perché preferisce autofinanziare completamente le sue attività, in parte minore (poco più di 12mila imprese) perché fa riferimento a fonti di finanziamento non bancarie. Rispetto al 2009 la quota delle PMI che elude il canale bancario risulta aumentata di circa 10 punti percentuali. Esiste poi un 19-20% di PMI che ha solo un debole legame con le banche. Nell'insieme, quindi, le PMI che non fanno riferimento alle banche o che hanno con queste solo un debole legame sono circa 80mila, non lontano dal 60% del totale. Altre 58mila PMI risultano avere un legame intenso con il canale creditizio (i finanziamenti bancari sono tra il 10% e il 50% del loro bilancio). Fortemente dipendenti dal canale bancario (il credito eccede il 50% del totale attivo) sono le restanti PMI: dal 10,5% nel 2009 sono scese all'attuale 4,5% (6mila imprese).

Mutamenti nella gestione della finanza aziendale

Tra le molte novità evidenziate in questi anni nel profilo delle aziende italiane un posto importante è occupato dal processo di rafforzamento patrimoniale, il cui sviluppo ha contribuito notevolmente alla riduzione della leva finanziaria. Tra il 2007 e il 2016 il rapporto tra debiti finanziari e patrimonio delle PMI italiane è sceso in misura molto rilevante. In una prima fase la discesa del rapporto è stata dovuta sia alla crescita del patrimonio (denominatore) sia alla diminuzione dei debiti finanziari (numeratore). Dal 2015 la riduzione dell'indebitamento si è arrestata, per invertirsi l'anno successivo (debiti finanziari +1,1%, debiti commerciali +1,2%). Dal rapporto con l'utile lordo si ricava, tuttavia, che l'indebitamento è più sostenibile.

La riduzione della leva finanziaria pur rallentata prosegue. Come segnala una ricerca² pubblicata alla fine dello scorso anno, il processo di irrobustimento patrimoniale è ancora in corso: dall'esame dei bilanci di 50mila imprese non finanziarie con fatturato superiore a 5 milioni di euro emerge che tra esse 39mila hanno nel 2016 incrementato

¹ Rapporto Cerved PMI 2017, novembre 2017. Il rapporto prende in considerazione le sole società di capitale non finanziarie adottando per la loro classificazione dimensionale i criteri fissati dalla Commissione Europea.

² K Finance – Borsa Italiana, Ricerca sull'attrattività dei Settori, dicembre 2017.

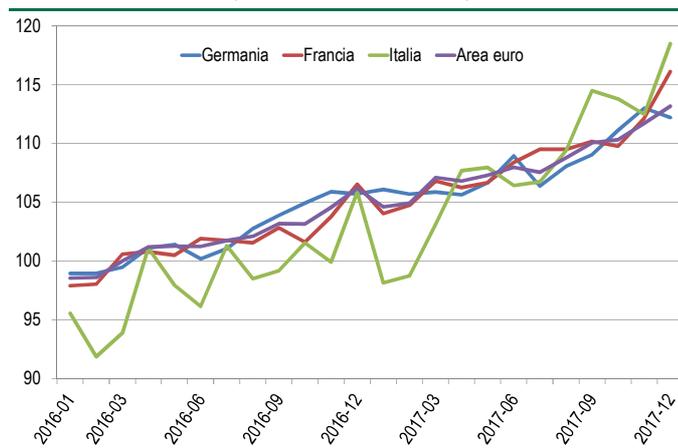
il loro patrimonio (per un totale di 85,1 mld) mentre le restanti 11mila hanno registrato una diminuzione di questa grandezza per complessivi 31mld di euro.

La tendenza evidenziata da questa ricerca è destinata a proseguire. Modesto si prospetta (per ora) il contributo che a questo processo può venire da percorsi finanziari innovativi come quello disegnato dall'*equity crowdfunding*³ o dalle SPAC⁴. Inoltre, malgrado gli incentivi previsti dall'ultima legge di bilancio⁵, difficilmente più intenso diverrà il flusso delle nuove quotazioni di PMI. A sostenere il rafforzamento patrimoniale del sistema imprenditoriale italiano, quindi, sarà ancora e soprattutto il reinvestimento di parte dell'utile aziendale.

Espressione di un mutamento nella gestione della finanza aziendale è la tendenza a mantenere una più rilevante dotazione di liquidità. Alla crescita dei ricavi segue frequentemente un aumento delle disponibilità liquide interne e parallelamente una più ampia quota di investimenti viene finanziata attraverso risorse interne. L'incidenza della liquidità finanziaria nel totale dell'attivo risulta per le imprese italiane aumentata dopo il 2011 di oltre 2,5 punti percentuali. La diversa dimensione dell'impresa è circostanza rilevante: l'impresa di minore dimensione non solo opera con un livello di liquidità decisamente superiore (15% rispetto all'8,2% della grande impresa) ma detiene anche questa liquidità nella forma più accessibile (nel caso delle imprese maggiori una quota significativa è sotto forma di titoli a breve).

Depositi bancari delle società non finanziarie

(dicembre 2015 = 100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi Bnl su dati Bce

³ Secondo dati dell'Osservatorio Crowdfunding del Politecnico di Milano, dal 2013 a fine 2017 il totale della raccolta è arrivato a €18,8 mln, con 155 offerte e un tasso di successo del 59,8%.

⁴ SPAC è l'acronimo di Special Purpose Acquisition Company. Il modello, diffuso negli USA, è stato introdotto nel regolamento di Borsa Italiana nel 2010. Alla fine del 2017 ne risultavano costituite 22. Di queste, ben 20 sono arrivate negli ultimi tre anni per una raccolta complessiva che vale €2,6 mld. La SPAC costituisce un modo indiretto di portare un'impresa alla quotazione, chiaramente alternativo all'IPO tradizionale. Di fatto si tratta di un *private placement*. Cfr. Marco Maria Fumagalli, *SPAC: Moda o Modello?*, 9 ottobre 2017, <http://fchub.it/fchub/articoli/spac/spac.pdf>

⁵ La legge di Bilancio approvata alla fine del dicembre scorso prevede (art 1 commi 89-92) la concessione di un credito d'imposta del 50% dei costi di consulenza sostenuti da una PMI per perfezionare la quotazione in un mercato regolamentato o in un sistema di negoziazione di uno stato Ue. La disposizione ha durata triennale (gennaio 2018 - dicembre 2020) con un tetto massimo per rimborso fissato a 500mila euro.

L'osservazione della dinamica dei depositi delle società non finanziarie evidenzia come l'evoluzione in atto in Italia è simile a quanto parallelamente avviene nel resto dell'eurozona. Alla fine del 2017 i depositi delle imprese italiane ammontavano a €280 mld, + 12% a/a (30 mld di euro), un ritmo di crescita doppio rispetto all'insieme dell'eurozona (+6,6%) e alla Germania (+6,2%), più elevato ma in misura relativamente contenuta rispetto a Spagna (+9,7%) e Francia (9,0%). Germania e Francia con importi molto simili determinano da soli circa metà dell'intero aggregato a livello di eurozona (€2.400 mld). Il livello decisamente modesto dei rendimenti finanziari (in larga misura negativi) spiega la consistenza di quest'aggregato.

La crescita dei depositi bancari delle imprese risente certamente della particolare congiuntura finanziaria ma nel caso italiano lascia intravedere anche un mutamento della gestione aziendale. Se si guarda agli ultimi cinque anni l'aggregato risulta cresciuto in Italia del 48% (90 mld), un incremento comparabile a quanto proposto dalla Francia (+52%) ma sensibilmente più elevato di quello rilevabile in Germania (+30%), in Spagna (+27%) o anche nell'insieme dell'eurozona (+37%). Nell'ultimo anno la più intensa progressione di Italia (+11,9% a/a) e Francia (+9%) è particolarmente evidente (+6,6% la media per l'eurozona, + 6,2% il dato della Germania).

Negli anni della crisi economico-finanziaria si è anche intensificato il fenomeno del *cash pooling*, e cioè la messa "in comune" delle disponibilità finanziarie delle diverse componenti di un gruppo aziendale⁶. Quella dei gruppi societari è invero una realtà importante: due terzi degli addetti del settore industriale operano in circa 200mila imprese inserite in gruppi societari. L'operare di questo meccanismo di riallocazione ha certamente indebolito il ricorso a fonti finanziarie esterne, tanto più quando queste sono divenute più costose o difficili da accedere. Pur in assenza di documentazione, è ragionevole ritenere che il graduale superamento della crisi economica non abbia comportato la rinuncia a gestire le problematiche finanziarie a livello di gruppo piuttosto che a livello semplicemente aziendale.

Area euro: lo sviluppo del mercato delle obbligazioni societarie

A sottrarre spazio alle banche nell'attività di finanziamento delle imprese è stato soprattutto lo sviluppo del mercato obbligazionario. Per l'insieme dell'eurozona alla fine del 2017 questo canale risultava contribuire per quasi il 23% al totale dell'indebitamento finanziario esterno delle imprese (prestiti bancari + obbligazioni societarie). Ben oltre questo dato medio si posizionano Belgio e Portogallo (al di sopra del 31%) ma soprattutto la Francia (37,3%); viceversa al di sotto del dato medio dell'eurozona si trovano i Paesi Bassi (19%), Italia e Germania (entrambe intorno al 16%) e soprattutto la Spagna (al di sotto del 7%).

Se si esclude il breve termine (scadenza entro i dodici mesi) e ci si concentra quindi sulle operazioni a medio/lungo termine la crescita del circuito obbligazionario nel finanziamento delle imprese è anche più evidente risultando pari al 26% a fine 2017 per l'intera eurozona. La Germania arriva a sfiorare il 18%, la Spagna si ferma al di sotto dell'8%, la Francia supera il 40%. L'Italia, da parte sua, sale al 22,5%

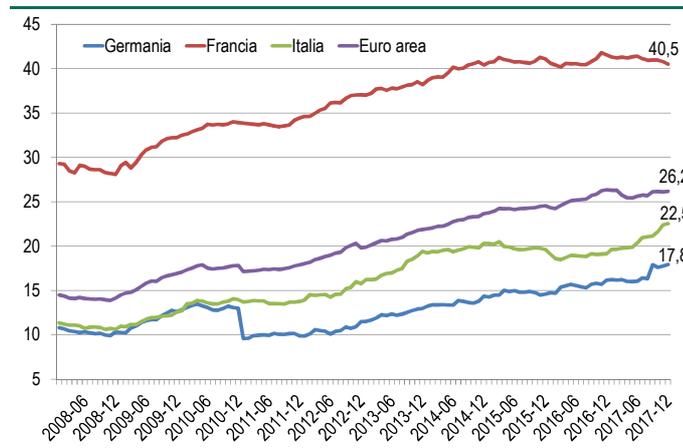
Indicazioni interessanti si ricavano osservando l'andamento dinamico di questa quota. Sempre focalizzando l'attenzione sulle operazioni di finanziamento eccedenti il breve termine, a livello di eurozona la crescita del ruolo del mercato dei *corporate bond* si presenta relativamente regolare: +5,2 punti percentuali nel quinquennio 2007-12, +6,4 pp nel quinquennio successivo, quindi con una crescita nel decennio 2007-17 di quasi

⁶ Raffaele Santioni - Ilaria Supino, *Internal Capital Markets in Italian Business Groups: evidence from the financial crisis*, Banca d'Italia, Quaderni di Economia e Finanza n. 421, gennaio 2018.

12 punti percentuali, poco meno di un raddoppio. Scendendo nel dettaglio dei diversi paesi il quadro si presenta articolato. Nel quinquennio appena concluso la quota in esame subisce in alcuni paesi movimenti trascurabili (è il caso di Austria e Grecia), in altri contenute correzioni. Per quanto riguarda i principali paesi dell'area, invece, l'accresciuto ruolo del circuito obbligazionario è ben visibile: +3,2 punti percentuali nei Paesi Bassi, +3,5 pp nel caso della Francia, +5,2 pp per la Spagna, +6,4 pp per la Germania. Per quanto riguarda l'Italia, l'incremento registrato nel più recente quinquennio (6,8 pp) eccede quello medio dell'intera eurozona.

Contributo dei corporate bonds al finanziamento esterno delle società non finanziarie

(quota % su finanziamenti con durata > un anno)



Fonte: elaborazione Servizio Studi Bnl su dati Bce

E' importante sottolineare che i dati Bce forniscono una sottostima dell'effettivo contributo dei *corporate bond* al finanziamento delle imprese. Le statistiche Bce infatti non coprono alcune fattispecie e in particolare quella dei titoli emessi da istituzioni finanziarie (estere) a beneficio di imprese non finanziarie dello stesso gruppo, una procedura con vantaggi fiscali e possibilmente anche normativi.

Sulla crescita del mercato dei *corporate bond* e sulla natura continentale di questo fenomeno ha sicuramente influito sia la caduta verticale dei rendimenti offerti dai titoli pubblici (negativi per un'ampia fascia di scadenze) sia il programma di acquisti di obbligazioni societarie avviato nel luglio 2016 dalla Bce (€142 mld a fine gennaio 2018).

Italia: il circuito dei corporate bond e il mercato dei mini-bond

La crescita del mercato dei *corporate bond* è stata in Italia decisamente rilevante sul piano quantitativo. Alla fine dello scorso anno l'ammontare dei titoli in circolazione risultava pari a €144 mld, 80 mld in più rispetto a 10 anni prima. Rispetto al 2012, i finanziamenti bancari risultano (fine 2017) inferiori di quasi €130 mld, l'ammontare delle obbligazioni societarie è invece incrementato di circa €40 mld. Se ci si concentra sul solo 2017 la crescita della quota dei corporate bond nel processo di finanziamento delle imprese risulta in Italia ben più rilevante del resto dell'eurozona: +3,4 pp a fronte di -0,2 pp per l'intera eurozona, di -1 pp per la Francia e di +1,6 pp per la Spagna, +1,8 pp per la Germania. Nel caso dell'Italia, la crescita dei corporate bond (€20,5 mld)

è quasi sovrapponibile alla contrazione dei finanziamenti oltre il breve termine (€24,5 mld).

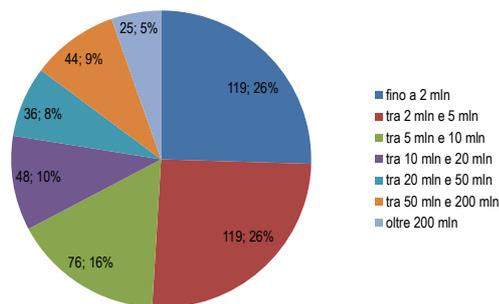
Al di là dell'evidenza quantitativa, la crescita del mercato dei titoli di debito societari propone importanti novità di rilievo qualitativo, in larga misura concentrati nello sviluppo del mercato dei mini-bond il cui avvio si deve al Decreto Sviluppo 2012. L'impianto normativo iniziale è stato integrato da successivi interventi che hanno interessato sia la domanda che l'offerta. Seppure l'intero quadro normativo sembri complessivamente adeguato, alcune aspettative non si sono (per ora) concretizzate. Lo sviluppo di un apprezzabile interesse da parte di assicurazioni, fondi pensione e casse di previdenza è sicuramente tra queste.

In poco più di quattro anni (la prima emissione risale al luglio 2013) sono state effettuate 467 emissioni, delle quali 398 al di sotto di €50 mln. I corrispondenti dati per il 2017 (170 e 147) e per il 2016 (110 e 87) mettono bene in evidenza la progressione di crescita del mercato. Le imprese emittenti sono state complessivamente 326, delle quali 162 sono PMI (77 su 137 nel 2017).

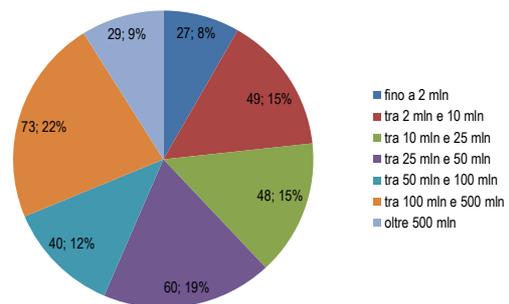
Alla fine del 2017 le emissioni di mini-bond risultavano aver raccolto poco meno di €17 mld, dei quali €5,5 mld nell'anno appena trascorso. A questo totale le PMI hanno contribuito con emissioni pari a €2,9 mld, per circa la metà effettuate nel 2017. Molti altri dati mettono in evidenza che la *mission* affidata allo sviluppo del mercato viene perseguita con efficacia: nel 2017 ben 103 delle 137 imprese emittenti erano alla loro prima esperienza; le emissioni di importo modesto (entro i €10 mln) sono (numericamente) due terzi del totale (il 70% nel 2017); quasi un'impresa emittente su quattro è di dimensioni decisamente contenute (fino a €10 mln di fatturato).

I titoli emessi hanno una durata media di 5,4 anni. Nel 2016 e nel 2017 è aumentata la frequenza dei cosiddetti mini-bond *short term* (durata inferiore ad un anno), riflesso anche della scomparsa delle cambiali finanziarie (una sola emissione nel 2017). La cedola è quasi sempre fissa e tre quarti delle emissioni è priva di garanzie. Sul totale delle emissioni, la metà paga una cedola entro il 5%. Un terzo delle emissioni del 2017 presentava una cedola pari o inferiore al 4%.

Mini-bond: ammontare delle emissioni
(emissioni dalla costituzione del mercato)



Mini-bond: fatturato imprese emittenti
(imprese emittenti dalla costituzione del mercato)



Fonte: Politecnico di Milano, Osservatorio Mini-Bond, febbraio 2018.

Fonte: Politecnico di Milano, Osservatorio Mini-Bond, febbraio 2018.

Le prospettive di crescita del mercato dei mini-bond si rafforzano con il passare dei mesi. Un aspetto di debolezza da superare è quello della modesta liquidità di questo tipo di investimento. I titoli emessi sono frequentemente (59%) quotati sul segmento ExtraMOT PRO, più raramente (10%) su altri mercati esteri, una scelta quest'ultima

che riguarda soprattutto le emissioni di maggiore importo e coinvolge in particolare il mercato lussemburghese. A partire dal 2015 la tendenza a quotarsi si è affievolita con conseguente crescita dei titoli non quotati (al 42% nel 2017). In effetti gli scambi sul mercato ExtraMOT PRO (riservato ai soli operatori professionali) sono piuttosto rarefatti: a fronte di una capitalizzazione superiore a €10 mld, nel 2017 risultano chiusi meno di 1.400 contratti per un controvalore di poco superiore a €100 mln, con appena 48 titoli oggetto di scambi su un totale di 201. Molti operatori si muovono in una logica di *buy and hold*, cioè detengono i titoli fino alla scadenza e un numero non trascurabile di emissioni (prevalentemente di importo modesto) risulta sottoscritto da pochissimi investitori (anche solo 2-3). Pur tuttavia, l'eventuale disimpegno da questo tipo di investimento si presenta problematico, una circostanza che tiene lontane importanti categorie di investitori.

Se in Italia la sottoscrizione dei minibond è riservata ai soli investitori professionali, altrove (Regno Unito, Germania, Francia) si è scelto di aprire questa attività anche al pubblico *retail*. Da un lato l'interesse dei risparmiatori rende più liquido il mercato secondario di queste emissioni, dall'altro lato però l'esperienza insegna che questa apertura può rendere il mercato meno stabile. Mentre il mercato tedesco anche nel 2017 ha registrato una ridotta attività di emissione in conseguenza dei default degli anni precedenti, le difficoltà di alcuni emittenti italiani non hanno avuto questa ricaduta.

La capacità di innovazione del circuito obbligazionario italiano ha conseguito lo scorso dicembre un importante traguardo con il varo del primo *basket bond*, iniziativa che ha coinvolto 10 società di limitate dimensioni intenzionate ad emettere mini-bond con identiche caratteristiche in termini di durata e tasso, ma in ammontare differente. Le obbligazioni da loro emesse sono state interamente sottoscritte da uno Special Purpose Vehicle (SPV) che a sua volta ha emesso un'unica tipologia di titoli per un ammontare corrispondente alla somma dei titoli emessi dalle società partecipanti. Si tratta quindi in sostanza di una cartolarizzazione di mini-bond. I titoli dello SPV beneficiano di una garanzia (credit enhancement) fornita in forma mutualistica dalle società partecipanti all'iniziativa e costituita da un deposito cauzionale pari al 15% dei titoli emessi. La struttura dell'operazione ha consentito di emettere titoli a 10 anni con un tasso globale inferiore al 4%. Il *basket bond*, per il cui successo determinante è la qualità della *due diligence* iniziale, consente quindi di sintetizzare le limitate esigenze di finanziamento di un gruppo di imprese in un'unica emissione di importo (€122 mln nel caso di questa prima esperienza) adeguato per attrarre l'interesse di investitori istituzionali e professionali con una elevata soglia minima di investimento⁷ (assicurazioni, fondi pensione, gestori di fondi internazionali, etc).

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.

Direttore Responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com

⁷ L'ELITE Basket Bond è stato sottoscritto da Cassa Depositi e Prestiti (50%), Banca Europea degli Investimenti (33%).