

Lo strumento finanziario ha 5 anni di vita ma ha ancora forti potenzialità

Minibond, sempre più pmi puntano sulle obbligazioni

Pagine a cura di ANGELO COSTA

Minibond, uno strumento dalle grandi potenzialità ma ancora poco sfruttato dalle imprese italiane. Secondo gli avvocati d'affari, a cinque anni dalla loro introduzione, i minibond continuano a rappresentare un istituto economico-giuridico dalle potenzialità interessanti: sicuramente una grande opportunità per le pmi, opportunità forse però ancora non pienamente colta. I minibond, infatti, oggi sembrano restare ancora confinati alle pmi più strutturate (le emissioni complessivamente registrate sul mercato Extra-Mot Pro si attestano sulle 245 unità). Al 31 dicembre 2016 l'Osservatorio sui minibond del Politecnico di Milano ha registrato 221 operazioni per un controvalore di 8,6 miliardi di euro. Rispetto al 2015, nel 2016 è aumentata la proporzione delle pmi, passando dal 48,3% al 73,9%.

Un'opportunità non pienamente colta

«Elevate appaiono anche le potenzialità del bacino di utenza», osserva **Silvia Romanelli**, partner e componente del Focus team aziende familiari di **BonelliErede**. «In Italia operano infatti più di 10 mila imprese con fatturato superiore ai 5 milioni e utili medi del 10%. La risposta alla bassa diffusione del minibond», continua Romanelli, «sembra da ricercare nella struttura conservatrice che caratterizza il sistema imprenditoriale delle pmi che, nonostante il diffondersi di virtuose piattaforme di networking quali Elite di Borsa Italiana, continua a registrare un tasso molto ridotto i termini sia di managerializzazione, sia di attitudine all'apertura del capitale o comunque a forme alternative di credito.

Requisiti invece entrambi fondamentali per accostarsi a uno strumento come i minibond che, pur nella linearità e semplificazione che lo caratterizzano, resta connotato da un certo tecnicismo. A ciò si aggiungono taluni costi meramente eventuali da un punto di vista giuridico,

ma fondamentali dall'angolo degli investitori, quali l'ottenimento di un rating da parte della società emittente. Costi contenuti se autonomamente considerati o comunque inquadrati in un'ottica di medio lungo periodo, ma certamente idonei ad allontanare chi abbia meno familiarità con le dinamiche di mercato. In questo contesto diventa fondamentale la fase di scouting inteso come vera propria induzione».

Andrea Arcangeli, counsel dello studio legale e tributario **Cms** e uno dei maggiori esperti in Italia del settore, sottolinea come a suo parere «il ricorso ai minibond sia idoneo per quelle realtà che sono già dotate o perseguono una cultura manageriale improntata ad una

chiara definizione dei piani di sviluppo e delle risorse necessarie per sostenerli e ad una capacità di dialogo con investitori evoluti, capaci di «prezzare» correttamente il merito di credito anche dello sviluppo aziendale. Tale

requisito, non scritto in alcun testo di legge e per lo più basato su elementi di autovalutazione, deve tuttavia ritenersi

fondante per chi intende accedere al mercato del capitale di rischio nelle sue diverse accezioni: si auspica, dunque, che il consolidamento di tale mercato, accompagnato da un costante avvicinamento anche dei «grandi investitori» interessati ad impiegare i loro capitali in una logica di rischio/rendimento calcolabile, funga da stimolo per una sempre maggiore corporate education dalla quale emerge una svolta evolutiva alle pmi italiane, in termini di trasparenza informativa, chiarezza decisionale ed evidenza dei risultati ottenuti».

I minibond: uno strumento che aiuta alla competizione globale

Secondo **Cristiano Tommasi**, partner del dipartimento International capital markets dello studio legale **Allen & Overy** la denominazione di «minibond» non è completamente condivisibile perché fa pensare sempre a qualcosa di minore. Tommasi preferisce invece quella, più tecnica, di emissione obbligazionaria da parte di società non quotate: «la possibilità fornita dalle riforme di qualche anno fa alle società italiane è stata senza dubbio importante per permettere una diversificazione e un ampliamento delle fonti di finanziamento specialmente nei periodi più difficili in cui il credito bancario era limitato dal contesto economico generale. Grazie a questo recente impianto normativo si sono affacciati al mercato



Andrea Arcangeli

dei capitali anche società di piccola e media dimensione che sono state sostenute da una varietà crescente di investitori qualificati italiani ed esteri nel loro sviluppo. È stato senza dubbio un passo importante per facilitare le società italiane a competere su un mercato sempre più globale e per una più piena equiparazione rispetto a quanto avviene già negli altri paesi dell'Ue dove, tuttora, esistono

minori restrizioni alle forme che un finanziamento può avere e alla concessione del credito», aggiunge Tommasi. «Abbiamo visto in questi anni una varietà di operazioni effettuate da società italiane non quotate in borsa che vanno dal bond domestico di size contenuta, all'operazione collocata in private placement, al più classico eurobond e ogni operazione è stata studiata, strutturata e documentata per cercare di far incontrare nel miglior modo possibile le necessità di finanziamento da parte delle

società italiane e la disponibilità a sostenerle della platea degli investitori qualificati».

L'esperienza di Orrick

Sin dall'emanazione del decreto Sviluppo nel 2012, **Orrick** è stato uno dei primi studi legali d'affari ad aver rivolto la propria attenzione al settore dei minibond. «L'aver intuito fin dall'inizio l'importanza di questo strumento nel panorama delle forme di finanziamento a disposizione delle pmi italiane, ha portato Orrick ad essere lo studio legale che ha prestato la propria assistenza nel contesto del maggior numero di emissioni di questi strumenti dal 2012 ad oggi», dice **Patrizio Messina**, managing partner Italia e responsabile del dipartimento finance italiano di Orrick. «Da osservatore privilegiato possiamo sicuramente confermare che il relativo mercato è in via di forte espansione. Grazie anche alle novità normative che hanno già permesso ai minibond di usufruire di particolari garanzie pri-

ma riservate alle banche (ad esempio il privilegio speciale esteso ai minibond dal dl 23 dicembre 2013, n. 145, c.d. «Piano Destinazione Italia»,

convertito in L. 21 febbraio 2014, n. 9) e che a breve termine dovrebbero estendere ulteriormente il novero delle garanzie utilizzabili dai sottoscrittori di minibond anche al pegno non possessorio (non appena verrà istituito il relativo registro presso l'agenzia delle entrate), stiamo già assistendo ad emissioni di minibond da parte di pmi che, in assenza di tali garanzie, non avrebbero potuto accedere a tale strumento o avrebbero potuto farlo a tassi più elevati. Oltre ad una maggiore presenza di emissioni garantite», ha concluso il partner di Orrick, «stiamo anche assistendo ad una maggiore complessità delle operazioni di emissione, spesso dirette a finanziare complesse operazioni straordinarie. Questo, probabilmente, è dovuto alla circostanza che alcuni emittenti sono disposti a sostenere un costo del debito mediamente maggiore rispetto a quello bancario a fronte dell'abilità dei sottoscrittori di minibond di comprendere esigenze di finanziamento più complesse».

Orrick ha assistito arranger, sottoscrittori, collocatori e società emittenti, per un ammontare emesso pari a circa 1 miliardo di euro, nella strutturazione del maggior numero di emissioni di questi strumenti dal 2012 ad oggi.

Tra alcuni dati rilevanti che fanno dello studio una realtà leader nel settore, abbiamo il ruolo di advisor legale svolto da Orrick per il set-up nel 2013 del primo Fondo dedicato ai minibond (il «Fondo pmi Italia»), promosso e gestito da Banca Monte dei Paschi di Siena, Mps Capital Services e Finanziaria Internazionale Sgr e nella strutturazione delle principali piattaforme di investimento in minibond («Fondo Crescita Impresa» lanciato nel 2014 e che vede Aletti Sgr in qualità di asset manager e Unicasm come collocatore, «Fondo Bond Impresa Territorio» lanciato nel 2014 e che vede Banca Akros come arranger e Anthilia Capital Partners Sgr in qualità di gestore, nonché «Finint Classis Credit Value» lanciato nel 2017 e che vede Finint Investments Sgr in qualità di gestore e Classis Capital Sim qua-

le advisor finanziario).
O ancora, solo per citarne alcuni, Orrick è partner di Borsa Italiana nel progetto ExtraMot ProLinK, il nuovo portale dedicato al mercato ExtraMot Pro che offre tutte le principali informazioni sulle società e sugli strumenti in quotazione e vede come partner i più esperti operatori nel campo dei minibond, quali

advisor, arranger, Intermediari Finanziari, Investitori, Società di Rating e Studi Legali. Inoltre Confindustria ha individuato Orrick come partner per far conoscere alle pmi italiane lo strumento dei minibond. In particolare lo Studio ha collaborato con Confindustria Toscana, Confindustria Roma, Confindustria Milano, Confindustria Padova e Confindustria Vicenza, nell'ambito della promozione del sopra citato Fondo minibond pmi Italia.

Dopo il 2012 cosa è successo? Il caso delle imprese agricole

Antonio Matarrese, partner responsabile area corporate di **Loconte & Partners Studio Legale e Tributario**, racconta che dopo il 2012 «un altro importante intervento legislativo, teso alla diffusione delle obbligazioni emesse dalle pmi, è intervenuto con il dm del 05.06.2014 del Ministero dello sviluppo economico, per mezzo del quale si è realizzata l'estensione degli interventi del Fondo di garanzia per le pmi alle operazioni di sottoscrizione di obbligazioni o titoli similari emessi da piccole e medie imprese (fino ad 1,5 milioni di euro per singolo soggetto beneficiario finale). Un'ulteriore misura a sostegno della diffusione dell'emissione di minibond da parte delle pmi del settore agroalimentare è rappresentata dalla garanzia diretta concessa da Ismea (Istituto di servizi per il mercato agricolo alimentare) in favore delle imprese agricole

che emettono minibond. Una svolta», continua Matarrese, «si è avuta con la legge di stabilità del 2015, la quale al comma 209 assimila, ai fini delle garanzie che possono essere concesse da Ismea, i titoli del debito emessi dalle imprese operanti nel settore agricolo, agroalimentare e della pesca ai finanziamenti bancari contratti dalle predette imprese, i quali, ai sensi della disciplina vigente (articolo 17, comma 2 del Dlgs n. 102/2004) già possono essere oggetto di garanzia da parte di Ismea. Fra gli investimenti», ha concluso l'avvocato di Loconte, «tesi allo sviluppo dell'impresa, l'Ismea garantisce i titoli di debito emessi con le seguenti finalità: i) le opere di miglioramento fon-

diario, della qualità dei prodotti e dei processi produttivi, dell'organizzazione dell'attività di raccolta, trasformazione e commercializzazione dei prodotti agricoli) l'acquisto di nuove macchine ed attrezzature destinate allo svolgimento, la miglioramento ed al potenziamento strutturale ed all'innovazione tecnologia dell'attività agricola e delle attività connesse».

Aspettative forse un po' deluse

Andrea Giannelli, partner di **Legance - Avvocati Associati**, osserva, con non poco rammarico, che «limitando l'analisi a emissioni obbligazionarie effettuate da piccole-medie imprese (Minibond in senso stretto), tali strumenti hanno sino ad ora avuto una diffusione inferiore alle attese. I tassi di interesse molto competitivi applicati dalle banche negli ultimi anni, anche grazie alla politica di sostegno della liquidità operata dalla Banca Centrale Europea, ha indotto molte imprese a prediligere il più snello e semplice canale di finanziamento bancario, a discapito dell'emissione di Minibond, senz'altro più articolata e onerosa, in termini di novità e processo, per una società che utilizzi per la prima volta tale strumento di finanziamento.

A ciò si aggiunga», ha aggiunto Giannelli, «che anche la pletera di investitori potenziali è stata sino ad ora circoscritta a (pochi) fondi di debito specializzati in questo tipo di prodotti, senza che si creasse (almeno per il

momento) un vero e proprio mercato secondario per i Minibond, nonostante la quotazione sull'ExtraMot Pro o su altri analoghi Mtf europei. È del resto naturale che nuovi strumenti di finanziamento scontino una fase più o meno lunga di «familiarizzazione» da parte di imprese medio-piccole, poco avvezze a frequentare le dinamiche (e soprattutto la regolamentazione) dei mercati dei capitali. Peraltro, il prevedibile innalzamento dei tassi bancari nei prossimi anni renderà i c.d. finanziatori alterativi sottoscrittori di Minobond senz'altro più competitivi, così da renderli, spiegabilmente, una concreta alternativa al credito bancario».

© Riproduzione riservata

*Supplemento a cura
di* **ROBERTO MILIACCA**
rmiliacca@class.it
e **GIANNI MACHEDA**
gmacheda@class.it

Nel 2016 operazioni per 8,6 miliardi di euro