

Da strumento di finanziamento a leva per l'internazionalizzazione delle imprese

Minibond, opportunità per oltre 17 mila pmi italiane



Fabio Ilacqua



Cristiano Tommasi



Roberto Culicchi



Livio Esposizione

Piergiorgio
Leofreddi

Giovanni Luppi



Milena Prisco

Pagine a cura
di **FEDERICO UNNIA**

Da strumento di finanziamento a driver della ripresa e dell'internazionalizzazione delle imprese italiane. A fine 2014 sono state 88 le emissioni concluse, per 460 milioni euro investiti. I minibond insomma, rappresentano una grande potenzialità per le imprese: si stima siano 17mila le pmi italiane potenzialmente in target con questi strumenti. Secondo uno studio elaborato da Classis Capital Sim, il taglio delle 88 operazioni concluse ha visto prevalere quelle di valore inferiore ai 10 milioni di euro (33 casi), seguite da quelle tra i 10 e i 30 milioni (20 operazioni), quelle tra i 30 e i 100 milioni (4) fino alle 6 da oltre 100 milioni di euro.

Eppure, secondo gli operatori del settore, qualche limite al grande decollo dello strumento ci sono: costi elevati, scarsa sensibilità degli imprenditori ad aprirsi a canali di finanziamento diversi rispetto a quello bancario; necessità di comunicare con il mercato e promuovere la propria azienda, contrattualistica ancora non chiarissima.

«La principale difficoltà che le pmi incontrano nell'emissione di mini bond è rappresentata dal costo dell'indebitamento visto che la cedola si mantiene ancora a livelli relativamente elevati», spiega **Fabio Ilacqua**, partner del dipartimento di diritto dei mercati finanziari dello studio **Gianni, Origoni, Grippo, Cappelli & Partners**. «La ragione principale è riconducibile alla struttura dei minibond,

spesso privi di rating. Infine, occorrere superare la generale avversione delle imprese di piccole dimensioni alla diversificazione delle fonti di finanziamento».

Secondo **Cristiano Tommasi**, partner di **Allen & Overy**, «un limite è dato dall'inesperienza sul mercato dei capitali delle società emittenti che giustamente richiedono un investimento anche in termini di education iniziale così come la *compliance* con regole del mercato di quotazione selezionato. Infine, la mancanza di una documentazione standardizzata e consolidata come avviene per le operazioni eurobond».

Per **Roberto Culicchi**, Head del Dipartimento di equity capital markets DI **Ho-**

gan Lovells, «il taglio ridotto delle emissioni e il profilo di rischio potenzialmente elevata delle imprese non quotate di piccola e media dimensione sono tra i fattori che ancora favoriscono una certa diffidenza da parte di tali investitori professionali. Inoltre i costi connessi all'emissione di un minibond o di una cambiale finanziaria, quantificabili nell'ordine di grandezza del 2,5-4% del valore nominale complessivo dell'operazione e comunque superiori a quelli associati al debito bancario, sono spesso considerati eccessivi dalle pmi».

Secondo **Livio Esposizione**, partner dello studio **Tonucci&Partners**, «dopo le modifiche introdotte dal decreto Destinazione Italia del 2013 le difficoltà nel negoziare e concludere operazioni di emissione sono dovute al rating che spesso non rappresenta adeguatamente i valori aziendali, alle garanzie accessorie onerose eventualmente richieste dagli investitori.» conclude.

Per **Piergiorgio Leonfreddi**, socio di **Simmons**

& Simmons, «si potrebbe chiarire meglio la formulazione della norma: eliminare il requisito della negoziazione del titolo sul mercato regolamentato e consentire di usufruire del beneficio fiscale con la semplice ammissione alla negoziazione dei titoli. In teoria dal punto di vista fiscale non ci sarebbe tanto altro da fare considerato che questi strumenti già godono dei benefici del decreto 239 (tassazione sulle obbligazioni emesse dalle società quotate e dalle banche) per quanto riguarda le imposte dirette e della possibilità di applicare l'imposta sostitutiva per quanto concerne le imposte indirette. L'unica cosa che renderebbe i Minibond ancora più attrattivi per gli investitori sarebbe equipararne il trattamento fiscale a quello dei titoli di stato (12,5%) che a parità di profilo rischio/investimento restano ancora lo strumento più appetibile».

Pragmaticamente **Giovanni Luppi**, socio responsabile del dipartimento diritto finanziario dello **Studio R&P Legal** sottolinea come «la vera scommessa per i minibond è il crearsi di un vero e ampio mercato di investitori. Ad oggi sono ancora pochi. Per aumentarne

la platea sarebbe molto interessante se la Banca d'Italia permettesse la creazione di fondi comuni di investimento in minibond aperti anche agli investitori retail».

Infine, secondo **Milena Prisco**, dello **Studio Previt** «l'emissione di minibond consente alle aziende una maggiore flessibilità finanziaria, la diversificazione delle fonti di raccolta, la creazione di una base di investitori per eventuali e successive operazioni sui mercati (Ipo), nonché un salto culturale da parte dell'imprenditore. A tanto deve aggiungersi la visibilità che acquisisce l'azienda «sui radar» degli investitori nazionali e internazionali per cui i bond - emessi dalle imprese italiane - costituiscono un'interessante opportunità, in particolare per gli investitori internazionali alla ricerca di rendimenti elevati. A questo proposito, la garanzia fornita dal Fondo centrale pmi, oggi estesa ai minibond, è sicuramente uno strumento che può invogliare gli investitori internazionali che chiedono una maggiore copertura del rischio dell'investimento.

—© Riproduzione riservata—

PATRIZIO MESSINA, ORRICK

Le aziende prediligono i tagli piccoli, tra i 5 e i 15 mln



Patrizio Messina

Iminibond sono strumenti finanziari di debito (obbligazioni, titoli di debito o cambiali finanziarie) emessi da pmi che, a con-

dizione che siano quotati in mercati regolamentati, detenuti da investitori qualificati, godono dei vantaggi fiscali introdotti dal Decreto Sviluppo tra cui la disapplicazione della ritenuta d'acconto sui proventi derivanti da tali strumenti e la possibilità per l'emittente di dedurre gli interessi passivi dal proprio reddito di impresa. Poi la possibilità di derogare ai limiti all'emissione previsti dall'articolo 2412 del codice civile qualora i minibond vengano quotati su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione.

«A differenza di quanto avviene con

i tradizionali finanziamenti bancari, l'emissione di un Minibond è normalmente *unsecured*. Il rischio relativo allo strumento finanziario viene normalmente suddiviso tra più investitori. Per una piccola e media impresa la quotazione del Minibond su Borsa Italiana rappresenta una notevole vetrina utilizzabile per ampliare la propria visibilità sul mercato», spiega **Patrizio Messina**, Head del team Finance italiano di **Orrick**, studio che vanta il maggior track records nel mercato legale italiano nell'ambito del settore con oltre 40 emissioni seguite.

Domanda. Quali sono le caratteristiche delle emissioni che avete fino ad oggi seguito?

Risposta. Le principali caratteristiche riscontrate nelle operazioni di emissioni seguite finora sono la presenza di un valore dell'emissione non superiore ai 50

milioni di euro (in media tra i 5 e i 15 milioni), una durata del prestito che in media non eccede i 5 anni, un tasso di interesse medio intorno al 5-6%, la presenza in alcuni casi di un rating pubblico della società emittente e l'assenza di garanzie connesse al rimborso del prestito.

D. Quali sono i passaggi essenziali?

R. Il primo passo da compiere è la verifica, condotta dall'advisor legale, che lo statuto della società consenta l'emissione dello strumento e quali siano gli organi coinvolti. A seguito di tale verifica (nel caso di Srl) si è ritenuto necessario procedere alla modifica dello statuto al fine di allinearli alle previsioni di legge. Segue la negoziazione, tra i vari attori coinvolti, della documentazione necessaria alla strutturazione, sottoscrizione ed emissione del Minibond, tra cui il Regolamento del Prestito, cuore del Documento di Ammissione. La sua redazione vede contemporaneamente coinvolti la società emittente, l'arranger, l'advisor legale e Borsa Italiana.

— © Riproduzione riservata — ■

