

**Affari
Legali**

 Un 2017 da record
per i minibond:
raccolti 5,5 mld

da pag. 29

Secondo l'Osservatorio del Polimi, nel 2017, 170 emissioni per un valore di 5,5 miliardi

Minibond, un boom destinato a ripetersi anche nel 2018

 Pagine a cura
di ANGELO COSTA

Negli ultimi anni, una platea sempre più vasta di piccole e medie imprese, considerate la struttura portante del sistema economico italiano, si è rivolta al mercato dei capitali tramite i c.d. minibond per lo sviluppo sostenibile del proprio business e per concludere operazioni di ristrutturazione del loro precedente debito. I dati pubblicati di recente, da ultimo, dall'Osservatorio sui minibond della School of Management del Politecnico di Milano, mostrano, senza alcun dubbio, che nel 2017 il mercato dei minibond ha continuato la sua crescita costante.

Il valore nominale totale dei minibond è arrivato a superare in 5 anni i 16,9 miliardi di euro, 2,9 miliardi considerando solo le emissioni fatte da pmi (e 3,2 valutando esclusivamente quelle inferiori ai 50 mln). Una cifra a cui il 2017 ha contribuito per 5,5 miliardi di euro, pari a 170 emissioni, 147 delle quali sotto i 50 milioni: l'apporto del 2016 era stato di «soli» 3,47 miliardi per 110 emissioni (94 sotto i 50 milioni). Sempre nel 2017 la raccolta effettuata dalle sole pmi è stata pari a 1,4 miliardi di euro. Si conferma una stabilizzazione del valore medio delle emissioni (45 milioni nel secondo semestre, 27 milioni nel primo semestre), mentre nel campione totale più del 50% è sotto la soglia dei 5 milioni.

Nato in una fase di credit crunch come alternativa al credito bancario, insomma, il minibond ha saputo ritagliarsi nel corso del tempo una propria autonomia, diventando una valida alternativa al canale bancario anche in fase di migliorate condizioni di accesso al credito. Un numero sempre maggiore di società entra in questo mercato perché vede nel minibond lo strumento ideale per affinare la capacità

di relazionarsi con investitori istituzionali (in vista di successive e più complesse operazioni, come ad esempio la quotazione in borsa).

«Il mercato dei minibond, nato cinque anni fa sotto i migliori auspici come una vera e propria rivoluzione per l'accesso al credito da parte delle piccole e medie imprese, ha vissuto nel 2017 un vero e proprio anno d'oro che ha permesso a più di 100 imprese italiane di raccogliere capitale di debito attraverso questo tipo di emissioni», spiega **Patrizio Messina**, managing partner italiano e sector leader della practice finance di **Orrick**. «La ragione di questo successo si spiega in un diverso approccio degli investitori verso questa tipologia di strumenti finanziari. Si è passati infatti dai dubbi e incertezze iniziali a una maggiore attenzione e a una migliore comprensione delle potenzialità di uno strumento in grado di soddisfare le esigenze più varie tra cui, da un lato, la possibilità di creare un canale di finanziamento alternativo a quello bancario per imprese di dimensioni troppo piccole per quotarsi e, dall'altro, la possibilità per gli investitori istituzionali di investire in un prodotto flessibile e in grado di adattarsi perfettamente alle proprie politiche di investimento, godendo allo stesso tempo di notevoli benefici fiscali».

«Focalizzando l'analisi sulle emissioni di mini bond oggetto di ammissione a quotazione sul mercato ExtraMot Pro, al 31 dicembre 2017 è stato raggiunto il numero di 300 emissioni per un controvalore superiore a 14 miliardi di euro», spiega **Federico Valle**, senior associate di **Bird & Bird**. «I dati dell'ultimo trimestre del 2017 parlano di un forte aumento - in numero e ammontare - delle emissioni di taglio inferiore a 50 milioni di euro. La maggior consapevolezza in merito all'appetibilità del

lo strumento in questione quale veicolo di reperimento delle risorse finanziarie per la crescita dell'impresa, unitamente a una ripresa generale del settore economico supportata da un rafforzamento del tessuto industriale italiano lasciano intendere che anche il 2018 sarà un anno di possibile successo per i mini bond».

«In Italia i mini bond stanno riscuotendo successo soprattutto tra le pmi, che diversificano le fonti di finanziamento ricorrendo a titoli di debito sottoscritti da investitori professionali e qualificati», aggiunge **Michele Cicchetti**, managing partner di **DWF**. «Ogni anno aumenta il numero degli emittenti e dei titoli di debito emessi principalmente perché il minibond è uno strumento più semplice rispetto alla quotazione o ad operazioni di private equity che per loro natura sono più costose e complesse. In particolare ritengo che lo strumento del minibond sia molto utile per le pmi manifatturiere che hanno bisogno di capitali per crescere e apportare cambiamenti necessari per competere nel mondo di industria 4.0 così come per le imprese attive nel Fintech che hanno necessità di capitali per sviluppare i loro progetti».

Giuseppe Mongiello, of counsel di **Piselli & Partners** osserva che «le prospettive per il 2018 per quanto riguarda la diffusione dei minibond quali strumenti di finanziamento delle aziende sono estremamente positive. I motivi sono molto chiari: il tessuto economico del nostro paese è prevalentemente costituito da aziende di medie dimensioni, tipicamente quelle che possono rivolgersi a questi strumenti di finanziamento; al contrario di alcune diffuse convinzioni, lo strumento del minibond si rivolge ad aziende sane che abbiano progetti di sviluppo: non serve certamente ad alleggerire la posizione finanziaria di aziende in crisi di liquidità; il

costo di emissione è contenuto (tra l'1% ed il 2,5%) e consente alle aziende di eliminare il debito bancario o quantomeno di integrarlo con questi strumenti innovativi di finanziamento». «Le opportunità per gli avvocati di affari», aggiunge Mongiello, «sono enormi. Sarà l'avvocato d'affari a definire i ruoli e le responsabilità, a coadiuvare l'impresa nell'organizzare e pianificare i necessari «road-show» presso investitori istituzionali o all'estero. Sarà sempre l'avvocato d'affari a giocare un ruolo di leader nel processo di disintermediazione bancaria: quanto più l'impresa agisce «protetta» dalla banca, tanto minore il nostro ruolo. Tanto più l'impresa opererà, libera da vincoli e con minori costi finanziari, direttamente sul mercato e tanto maggiore sarà la necessità di dotarsi di assistenza professionale specialistica, altamente qualificata, e protezione legale».

«I dati incoraggianti delle emissioni per il 2017, ci spingono a ritenere che il mercato si svilupperà ancora più nel corso del 2018. Ciò sembra sicuro a causa almeno di alcuni fenomeni concorrenti ben visibili sul mercato», spiega **Pietro Rossi**, equity partner di **Tonucci & Partners**, «anche grazie alla diffusione delle recenti forme di garanzie (quali il privilegio speciale ed il pegno non possessorio) che sono e saranno in grado di rendere potenzialmente il minibond più appetibile per una sempre maggiore schiera di investitori, permettendo, allo stesso tempo, alle imprese di spuntare tassi di interesse più interessanti».

Anche **Francesco Dialti**, partner di **Cba Studio Legale** ritiene che nel 2018 «il mercato continuerà la fase di crescita, seppure moderata. Due ci sembrano, da questo punto di vista, i motivi che frenano, purtroppo, la definitiva affermazione di tale strumento. Da un lato, non si può non rilevare che, come

confermato dalle statistiche ufficiali, oltre un quarto delle emissioni ha mostrato, nel corso degli ultimi anni, problematiche varie (dalla ridiscussione dei covenants, al congelamento del minibond (1 caso), fino ai casi di richiesta di concordato (1 caso) e di fallimento (2 casi) dell'emittente). Siamo – per fortuna – ben lontani dai desolanti dati del mercato dei minibond tedesco (caratterizzato da un numero incredibile di fallimenti o di ristrutturazione del debito di emittenti), ma si tratta comunque di un numero elevato, che dovrebbe far riflettere gli operatori sul fatto che il successo di questo mercato dipenderà da una necessaria migliore selezione all'ingresso. Dall'altro lato, il mercato è, ad oggi, ancora poco liquido, dominato da una logica «buy-and-hold». Sono convinto che, quando – anche grazie a interventi legislativi e/o normativi che favoriscano ancora di più l'investimento in minibond da parte degli investitori istituzionali – saranno stati superati questi due profili problematici, il mercato dei minibond potrà «esplosare» definitivamente».

Secondo **Marcello Magro**, equity partner di **Pedersoli Studio legale**, «la sensazione prevalente è che la crescita del mercato italiano dei minibond sia trainata dall'offerta di tale prodotto. Le aziende e gli imprenditori – anche quelli tradizionalmente meno propensi ad allontanarsi dal rapporto con i propri istituti bancari di riferimento – valutano quindi sempre più spesso questa opzione che offre peraltro la possibilità di allungare la scadenza del proprio indebitamento allineandola con la durata dei propri piani di investimento. Anche la modifica del panorama regolamentare ha avuto un impatto sul mercato del debito. Per esempio, le nuove disposizioni sul capitale regolamentare stanno forzando le banche a ridurre il livello di rischio e pertanto la dimensione dei propri portafogli crediti. Si consideri che sino a poco tempo fa le pmi italiane avevano accesso limitato – se non nullo – al mercato dei capitali in quanto i loro bisogni finanziari non raggiungevano la dimensione necessaria per accedere al mercato in maniera efficiente dal lato costi. Il combinato disposto

delle due circostanze ha creato un gap sul mercato che il «direct lending» sta ora contribuendo a riempire».

Analisi strettamente normativa viene offerta da **Luciano Morello**, partner di **Dla Piper Studio Legale Tributario Associato**, il quale osserva che «l'obiettivo del legislatore del 2012, volto a favorire la raccolta del risparmio attraverso canali alternativi rispetto al consueto canale bancario, aumentando così le opportunità di finanziamento, è stato raggiunto. L'emissione di minibond è diventata oggi un vero e proprio trend soprattutto grazie alle agevolazioni fiscali previste per gli emittenti coinvolti, alla semplicità di accesso a piattaforme di scambio come l'ExtraMotPro, alla possibilità di diversificare il debito e alla progressiva riduzione della dipendenza dal finanziamento bancario. L'aumento dei volumi di emissioni di minibond registrati negli ultimi anni ha comportato un evidente incremento di efficienza nel mercato dei capitali delle pmi al punto da concepire strumenti sempre più sofisticati e adatti alle specifiche esigenze delle imprese. Nel corso del 2018 ci si aspetta un ritorno prorompente sul mercato di strumenti come le obbligazioni convertibili, molto apprezzate dagli investitori esteri. Inoltre il proliferare di fondi di minibond, che investono prevalentemente in questo tipo di strumenti obbligazionari, e l'ingresso nel mercato dei Piri, che hanno vincoli stringenti di investimento che premiano proprio le pmi, porterà ad una crescita sempre maggiore sia in termini di volume delle emissioni che di aumento delle aziende coinvolte nel mercato di capitali italiano».

Gli fa eco **Marina Balzano**, partner di **Pavia e Ansaldo**, che evidenzia che «dall'entrata in vigore del Decreto Sviluppo del giugno 2012 ad oggi, il mercato dei c.d. minibond si è molto evoluto. Questa rinnovata euforia del mercato del credito ha creato non poche difficoltà ai neo costituiti fondi di *private debt* indipendenti che si sono nel tempo sempre più posizionati come finanziatori di semi equity in operazioni di buy out, suscitando non pochi dissensi nel mondo bancario tradizio-

nale che spesso non gradisce la convivenza con altri soggetti finanziatori, seppur subordinati strutturalmente. L'attuale situazione di fermento nel mercato sul fronte M&A, le aste sempre più competitive e i multipli di valutazione delle società target tornati ai livelli pre-crisi hanno reso sempre più ampio il mercato per questi fornitori alternativi di credito, soprattutto in operazioni in cui l'intervento di un fondo sostanzialmente mezzanino può contribuire a moltiplicare il ritorno dello sponsor».

«Una delle ragioni del recente successo dei minibond consiste nella possibilità di accesso da parte delle pmi italiane al mercato dei capitali (ed ai suoi player attualmente ancora ricchi di liquidità, quali fondi di investimento ecc.) come alternativa al tradizionale canale bancario, la cui disponibilità è stata sensibilmente ridotta dell'inasprimento della relativa normativa regolamentare e dal carico di Npl gravanti sul bilancio delle banche», spiega **Emiliano Conio**, partner, responsabile practice group «Banking & Finance» di **Freshfields Bruckhaus Deringer LLP**. «Se da un lato il mercato dei minibond sembra senz'altro promettente anche per il prossimo futuro, occorre tuttavia anche valutare in quale misura la normativa sull'abuso di mercato (Mar – Market abuse regulation, in vigore dal luglio 2016), che impone una serie di obblighi (e relative sanzioni) sulle società emittenti e – di riflesso – sui sottoscrittori del titolo (se quotato su una borsa o sistema multilaterale di negoziazione), possa portare una parte delle pmi (meno sofisticate) a rivolgersi nuovamente verso la soluzione (più semplice) del finanziamento tramite loan. Questo anche in considerazione della recente e progressiva deregulation, che oggi consente a fondi di investimento (italiani e non) con determinate caratteristiche di effettuare direct lending in Italia, affiancando le banche commerciali tradizionali che a loro volta stanno progressivamente alleggerendo le posizioni di Npl a bilancio con conseguente parziale liberazione di capitale di vigilanza e riapertura al credito alle imprese».

«**R&P Legal** è uno degli studi legali più attivi in questo settore, in cui è presente sin dagli albori», dice ad Affari Legali **Giovanni Luppi**, partner di R&P Legal. «Noi crediamo molto in questo «prodotto» e riteniamo che dopo quasi cinque anni dalla prima emissione – effettuata dalla società torinese Caar, che proprio pochi giorni fa, con la nostra assistenza legale, è tornata con successo sul mercato emettendo altre due tranche di minibond quotati sul mercato ExtraMot Pro di Borsa Italiana – i minibond si siano consolidati in modo irreversibile come un efficace strumento di finanziamento delle pmi, complementare al tradizionale canale bancario. I numeri del Report dell'Osservatorio Mini-Bond del Politecnico di Milano, confermati dalla nostra esperienza diretta, parlano chiaramente in questo senso: le emissioni sono in crescita, lenta ma costante, e notiamo che molti di coloro che cinque anni fa erano scettici e a fronte dei tassi relativamente elevati liquidavano sbrigativamente il fenomeno, oggi hanno cambiato opinione».

E **Riccardo Bovino**, partner di **La Scala - Società tra avvocati** aggiunge: «la crescita del ricorso alle emissioni di minibond è certamente un fatto. Le cifre parlano chiaro e, nella nostra esperienza con le pmi, il trend è confermato. Tuttavia, va attentamente valutato il fenomeno da un punto di vista di mercato: può esserci una spinta verso questi strumenti, per esigenze di reperimento di finanza a breve e per investimenti mirati e specifici di un certo target di società. Ma questo trend di mercato sta anche beneficiando di un virtuoso cambio di passo che è soprattutto culturale. Compliance, governance ed in generale una buona «struttura legale» dell'impresa (che vuol dire, per esempio, contratti ben fatti, operazioni con parti correlate chiare e giustificate, scelta di operazioni straordinarie in linea con la prassi di mercato) sono ormai requisiti fondamentali quanto una buona «struttura patrimoniale» delle pmi. Così, dal minibond all'equity crowdfunding o alla quotazione all'Aim (se non al Mta) può diventare davvero un passaggio agevole».

Molte pmi si sono avvalse di questo canale di finanziamento

ANTONIO LA PORTA, BONELLIEREDE

Occorre una standardizzazione dei processi

Previsione rosea per i minibond anche nel 2018. «Ci sono tutti i presupposti per far sì che il 2018 si riveli l'anno della definitiva affermazione dei minibond nel mercato italiano», dice ad *Affari Legali* Antonio La Porta, partner e membro del focus team banche di BonelliErede. «La prevista conclusione delle politiche monetarie espansive adottate negli scorsi anni dalla Bce unita all'imminente introduzione da parte delle autorità comunitarie di criteri più rigidi per la copertura dei crediti deteriorati determineranno una progressiva riduzione della disponibilità delle banche a prestare denaro a tassi di interesse particolarmente bassi. Questa circostanza dovrebbe finalmente assicurare un riequilibrio delle condizioni economiche offerte alle pmi italiane dagli operatori bancari e dagli operatori attivi nel mercato dei minibond e consentire a tale strumento di svolgere, per la prima volta dalla sua introduzione, la sua naturale funzione di strumento di funding alternativo al canale bancario e idoneo a contribuire a una gestione



Antonio La Porta

efficiente del costo e delle scadenze del capitale di debito delle pmi italiane», spiega La Porta.

Domanda. Prospettive di crescita ulteriore, quindi, per i minibond.

Risposta. Sommando le società che, per la prima volta, si misureranno con questo strumento con quelle che dovranno rifinanziare le decine di minibond in scadenza nel 2018, è ragionevole prevedere un significativo incremento del numero di emittenti e di emissioni rispetto allo scorso anno.

D. E gli investitori?

R. Gli investitori, potendo contare, per la prima volta, su informazioni e dati - anche di carattere «storico» - più completi e attendibili, dovrebbero essere in grado di valutare con maggiore precisione l'affidabilità degli emittenti e i rischi economico-finanziari legati a tali strumenti anche in assenza di valutazioni del merito creditizio da parte delle agenzie di rating con l'auspicata conseguenza di una rimodulazione del «costo» dei minibond in senso più favorevole per gli emittenti.

D. Altro elemento che dovrebbe contribuire all'affermazione dei

minibond è la sua versatilità.

R. Dalla sua introduzione, questo strumento è stato utilizzato in ambiti molto diversi tra di loro e ha progressivamente raccolto l'apprezzamento sempre più ampio nel mercato.

D. Ci faccia qualche esempio

R. Si pensi alle strutture dual structure - soprattutto in ambito energy in cui BonelliErede è leader di mercato - dove il finanziamento bancario, principalmente a breve termine finalizzato a sostenere il capitale circolante, si coordina con un'emissione di minibond a medio-lungo termine con lo scopo di finanziare la realizzazione di specifici progetti ovvero il rifinanziamento dell'indebitamento bancario relativo a progetti esistenti. Si pensi ancora alle cartolarizzazioni di minibond o ai project bond.

D. Affinché il 2018 sia ricordato come l'anno dei minibond, quale misura dovrebbe essere assunta?

R. La standardizzazione dei processi di emissione e della documentazione delle operazioni, ad esempio, è fondamentale per avvicinare un numero sempre maggiore di pmi a questo strumento di funding e nel contempo rendere più efficiente e trasparente l'incontro tra domanda e offerta nel mercato.

ANTONIO MATARRESE, LOCONTE & PARTNERS

Fondamentale è il ruolo dell'avvocato-garante dell'operazione



Antonio Matarrese

Il boom dei minibond non si ferma. «Chi si attendeva un declino dell'innovativo strumento di finanziamento è rimasto deluso dai recentissimi dati raccolti dalla School of Management del Politecnico di Milano, che conferma l'inarrestabile successo dei titoli mobiliari di debito alternativi al credito bancario», commenta Antonio Matarrese, partner di *Loconte & Partners - Studio Legale e Tributario*. «Il 2017 è stato finalmente un anno positivo per l'economia italiana, tanto per l'industria quanto per i mercati finanziari e, secondo la Banca Mondiale, l'economia globale è cresciuta di circa il 3%, il che rappresenta l'aumento più importante dal 2011 ad oggi. Questo quadro economico positivo ha travolto anche l'industria dei minibond, i

quali hanno guadagnato sempre più fiducia (soprattutto) tra gli imprenditori in veste di finanziamento alternativo e complementare a quelli già presenti».

Domanda. Il ricorso ai minibond è stato così forte?

Risposta. Dando uno sguardo ai numeri, il valore nominale dei minibond ha superato in 5 anni, ossia dal 2012, i 16,9 miliardi di euro, di cui 2,9 miliardi sono state emissioni di pmi. Una cifra a cui il 2017 ha contribuito per 5,5 miliardi, pari a 170 emissioni e, sempre nel 2017 la raccolta effettuata dalle sole pmi è stata pari ad 1,4 miliardi di euro. La fame di liquidità che si percepisce dalle pagine del Rapporto è evidente: lo si comprende sia perché è stato registrato un aumento delle emissioni con un taglio inferiore a 50 milioni di euro per azienda; sia per la corsa all'utilizzo dei minibond anche da parte di grosse società.

D. Quale dati emergono dalla ricerca del Politecnico?

R. Un dato rilevante è quello della collocazione geografica delle pmi protagoniste del mercato dei minibond. Difatti anche per il 2017 c'è una netta prevalenza delle pmi presenti nelle regioni del Nord, con a capo la Lombardia (85 società emittenti), con a seguire il Veneto ed il Trentino-Alto Adige.

D. Che rapporto c'è tra minibond e i Piani individuali di ri-

risparmio (Pir)?

R. L'utilizzo dello strumento dei minibond è cresciuto nonostante l'introduzione del Pir. Si tratta di una forma di risparmio fiscalmente incentivato e già presente in alcuni paesi esteri (ad esempio nel regno Unito, con gli «Individual Saving Isa») e, seppure con caratteristiche diverse, il Pir è stato introdotto in Italia con la legge 236/2016 (legge di Bilancio 2017) con l'obiettivo di favorire l'afflusso di risorse finanziarie verso l'investimento nell'economia reale, soprattutto per le pmi. Ma, l'introduzione dell'allettante strumento finanziario del Pir non sembra aver intaccato in alcun modo il crescente utilizzo e sviluppo dei minibond, che continuano a registrare comunque ottimi risultati.

D. Quale ruolo ha, in questo contesto, l'avvocato?

R. In questo attuale quadro economico-finanziario, il ruolo del consulente legale è di fondamentale rilevanza: il suo intervento risulta essere indispensabile dell'operazione, anche per il ruolo di garanzia che riveste. Difatti, il consulente ha il delicato ruolo di verificare il rispetto della normativa da applicare nonché la correttezza della procedura; inoltre il legale deve

assicurare l'equilibrio del Regolamento del prestito, fornendo garanzie agli investitori e tutelando l'impresa emittente da problematiche future.

Lo studio legale pertanto può anche esser di supporto sia alle imprese che agli investitori.

D. Prospettive per il futuro?

R. Guardando al futuro, i numeri parlano chiaro e non si può che continuare a essere ottimisti e incentivare gli imprenditori a continuare a credere in questo nuovo strumento di finanziamento.

Infatti, tirando le fila dell'esperienza maturata sino ad

ora, per le pmi, investire nei mini-bond, riveste una duplice utilità: da un lato, le pmi potranno allenarsi ad affrontare relazioni con gli investitori in vista ad esempio di operazioni più complesse quali le quotazioni in borse, da altro lato, potranno godere dell'opportunità di formazione e di acquisizione di competenze finanziarie più evolute.

