




# **lindenaulegal.update** ***e-alert*** I/2011



Germania:  
Novità per la  
Sua azienda

*I bond per le medie imprese:*  
Nuove prospettive per il finanziamento d'impresa

## Finanziamento d'impresa

# I bond per le medie imprese - nuove prospettive per i finanziamenti alle aziende

Nel passato i bond erano un mezzo di finanziamento esclusivamente per le cd. blue chips, imprese ad alta capitalizzazione azionaria, essendo strumenti troppo complessi, troppo costosi e anche troppo "fuori di dimensione". Ora nuovi segmenti delle borse tedesche permettono anche alle medie imprese di ricorrere a tale tipo di finanziamento tramite il mercato dei capitali.

**N**on sono state le medie imprese a causare l'ultima crisi, però esse sono state colpite in modo particolarmente grave. Peraltro le banche – vere artefici della crisi, ma "too big to fail" – se la sono cavata con l'aiuto dello Stato e a spese di tutti. Inoltre, in Germania esse si sono poste di fronte ai propri clienti in modo tale da causare una stretta creditizia – sempre categoricamente negata – e perciò non pochi fallimenti di medie imprese.

La tendenza a correre qualsiasi rischio, irrazionale ma dominante, da parte degli Istituti di credito prima della crisi è stata in seguito sostituita da una cautela decisamente esagerata che spesso ha portato ad una rottura netta del rapporto cliente – banca. Tale frattura nel rapporto di fiducia – accanto alla stretta creditizia iniziale - costituisce certamente un ulteriore stimolo, per le medie imprese, a ricercare nuovi tipi di finanziamento. Inoltre, grazie a Basilea III, gli Istituti di credito devo-

no aumentare la loro quota del capitale netto fino al 2013, e quindi dovranno ridurre i rischi ancora più rigorosamente. Un altro aspetto cruciale è che in Germania tanti programmi di finanziamento tramite standard o programmi mezzanino scadranno. Dal 2004 in poi tante imprese hanno fatto ricorso

*Frustrazione, Basilea III e programmi mezzanini che scadono*

a tali modelli di finanziamento che spesso prevedevano una durata di sette anni e una restituzione del credito alla scadenza del termine. Di conseguenza una somma di quasi 900 milioni di euro dovrà essere ripagata ancora quest'anno. Nel 2012 più di 1,2 miliardi di euro giungeranno a scadenza. La crisi finanziaria e la stretta creditizia non sono state ancora del tutto superate, che ora già si pone per le aziende una nuova sfida al fine di assicurare la liquidità.

Secondo una ricerca della società di revisione PricewaterhouseCoopers (PwC), in futuro, solo il 35 - 40 per cento delle aziende in tal modo finanziate potrà assicurare senza problemi una soluzione per il finanziamento; il 45 - 55 per cento si troverà in una condizione ancora sufficientemente stabile per un finanziamento, mentre il 5 - 15 per cento rientrerà nella categoria ad alto rischio di fallimento. Secondo un sondaggio eseguito nel corso della ricerca, il 50 per cento delle imprese prevede future difficoltà legate ad un tale finanziamento – motivo in più per

### Download: Ricerca di PwC

La ricerca della società di revisione PwC eseguita su incarico del Ministero per Economia e Tecnologia che porta il titolo „Mezzanine - Sfida per le Medie Imprese“ può essere scaricata dall'internet gratuitamente a [www.pwc.de](http://www.pwc.de).



cercare di identificare nuove strade. .

### Tempo per nuove soluzioni

Finora la borsa non è stata il veicolo adatto per assicurare la liquidità, in particolare perché i finanziamenti tramite il mercato dei capitali finora equivalevano a una quotazione in borsa. Ora le cose sono cambiate. I nuovi segmenti della borsa di Düsseldorf (mittelstandsmarkt), Stoccarda (Bondm), Francoforte (Entry Standard), Monaco di Baviera (m:access bonds) e Amburgo-Hannover (Mittelstandsbörse Deutschland) sono stati creati per aprire le porte del mercato dei capitali anche alle medie imprese tramite l'emissione dei bond. In passato un volume di almeno 200 milioni di euro era necessario per l'emissione di un bond, mentre ora – a seconda dalla borsa selezionata – possono essere collocati bond già di un volume di 10 milioni di euro (mittelstandsmarkt), o di 25 milioni di euro (Bondm, m:access bonds), o addirittura senza volume minimo (Entry Standard, Mittelstandsbörse Deutschland). Allo stesso tempo i nuovi segmenti hanno lo scopo di creare un mercato secondario liquido e perciò è stato scelto un taglio massimo di 1.000 euro. I suddetti segmenti di borsa fanno parte del cosiddetto “mercato libero”. Quindi si applicano esclusivamente i regolamenti privati della Borsa di riferimento. Il primo Istituto sul mercato, “trendsetter”, è stata la Borsa di Stoccarda che ha lanciato nel Maggio 2010 il segmento Bondm nel quale è ancora quotata la maggior parte dei bond delle medie imprese. Le altre borse hanno seguito l'esempio: certamente un risultato della concorrenza delle Borse per reperire nuove fonti di reddito e quote di mercato. Alla fine dell'anno 2010 8 bond erano quotati con un volume di emissione tra 25 e

225 milioni di euro ciascuno, e nel maggio 2011 erano già 16.

### Il Bond

I bond permettono di rifornirsi di capitale tramite il mercato dei capitali secondo condizioni stabilite nei bond stessi: interesse, durata, termini di restituzione e – a volte – anche “covenants” e garanzie. La bontà, che viene stabilita tramite l'attribuzione di un rating, e la durata sono decisivi per stabilire gli interessi a carico dell'azienda. La maggior parte dei bond delle medie imprese prevede una restituzione dopo un termine di cinque anni. L'indipendenza dalle banche, in tal caso, non viene pagata col solito prezzo di un cambiamento della struttura proprietaria (spesso da combinare con

anche (ma non necessariamente) una banca, i quali assistono l'emittente dei titoli nel corso della strutturazione e dell'emissione del bond. Inoltre, alcune Borse (per esempio mittelstandsmarkt, Bondm, Mittelstandsbörse Deutschland) affiancano l'emittente

### >> Tag Cloud <<

Finanziamento d'impresa ... bond delle medie imprese ... prospetto dei titoli ... Kapitalmarktpartner ... Bondm ... mittelstandsmarkt ... programmi mezzanine ... Entry Standard ... finanziamento successivo ... stretta creditizia ... Basilea III ... rating ...

### Nuovi segmenti delle borse per I bond delle medie imprese

una anteriore trasformazione in una società per azioni). Nel corso del tempo i nuovi segmenti sono diventati sempre più professionali e quindi rappresentano uno strumento interessante per le medie imprese “classiche”.

### Il Coach

Se un'azienda vuole emettere un bond, normalmente deve incaricare un consulente ammesso alla rispettiva borsa, rispettivamente chiamato “Bondm-Coach”, “Kapitalmarktpartner” oppure

attivamente, senza però assumersi il ruolo del Coach, tramite gli studi TV, oppure sale stampa che mettono a disposizione per fare delle conferenze, o ancora tramite newsletter con informazioni riguardanti i nuovi bond.

### Il prospetto dei titoli

Una parte essenziale nella preparazione dell'emissione del bond è rappresentata dalla composizione del prospetto. Quest'ultimo dev'essere esaminato ed approvato da BaFin, l'Ente di vigilanza finanziaria tedesco; deve inoltre contenere certe informazioni finanziarie e sui rischi. Di regola viene preparato da uno studio legale ed è il risultato di una cooperazione tra impresa, il consulente *corporate finance*, il revisore dei conti, il consulente fiscale e l'avvocato. Solo i regolamenti della Borsa di Monaco non rendono obbligatorio un tale prospetto per un'emissione privata. Bisogna tuttavia riflettere bene se davvero è il caso di

## I bond per le medie imprese

rinunciare ad un prospetto.

### Il Rating

Un rating normalmente è obbligatorio, con l'eccezione di Amburgo/Hannover. Inoltre, Francoforte e Düsseldorf non richiedono un rating se le azioni dell'emittente sono già ammesse al commercio in un mercato regolato. Solo a Stoccarda, in alcuni casi, basta addirittura una quotazione delle azioni nel mercato non-regolato. I criteri che determinano il rating sono dati da: il conto dei profitti, il livello di indebitamento, i prodotti, i clienti ed i fornitori, nonché la situazione generale di finanziamento dell'impresa. Anche dopo aver effettuato la quotazione, è necessario incaricare un'agenzia per poter assicurare la pubblicazione annuale del rating. Una quotazione nel mittelstandsmarkt richiede un rating di BB o superiore. Eccetto Düsseldorf tale requisito non è tuttavia da osservare. Il leader di tale mercato dei rating finora è la Creditreform che a volte lavora fino al limite delle sue capacità e che però è stata quella in grado di avvicinarsi di più alla realtà del mercato nel corso di tempo. Inoltre appaiono interessati a impegnarsi sul nuovo mercato anche Euler-Hermes, oppure grandi agenzie come

Standard&Poors. Però spesso l'approccio delle grandi agenzie è poco compatibile con la cultura delle medie imprese tedesche; inoltre è necessaria una comunicazione in inglese. Finora solo l'emittente viene sottoposto al rating, non il bond, il che per gli investitori non è ideale perché i bond possono essere strutturati in modi assai diversi. Ad esempio, è ben diverso se ci sono garanzie per un bond, o se il bond è postergato o meno.

### Emissioni con o senza terzi

Il bond può essere strutturato come emissione propria (quotazione diretta) o come emissione esterna. Nel caso di

---

*Senza prospetto dei titoli  
e rating  
non si può andare avanti*

---

emissione esterna, è una banca (o un consorzio di banche) a sottoscrivere i bond. In tal caso la banca colloca i bond presso investitori interessati solo in un secondo momento. Alcune imprese tedesche hanno fatto ricorso ad una emissione propria, per esempio Nabaltec AG e Uniwheels

tHolding GmbH. Solo in casi eccezionali un'emissione dovrebbe essere realizzata senza nessun coinvolgimento di una banca.

### Le Spese

C'è un prezzo da pagare per l'accesso al mercato dei capitali: i costi facilmente ammontano al 4% -7% del volume dell'emissione. Ci sono alcuni consulenti di Corporate Finance che garantiscono al proprio cliente costi entro il 4%, accollandosi gli eventuali maggiori costi. Le spese che le Borse chiedono per la quotazione sono diminuite nel corso del tempo grazie alla competizione. Attualmente, Stoccarda chiede il prezzo più alto, con un 1,75%. Con una competizione tra Borse sempre più forte, i prezzi dovrebbero incontrare ulteriori aggiustamenti, anche se, finora, solo Düsseldorf e Francoforte sono competitori seri nei confronti di Stoccarda. Ulteriori fattori di incidenza sui costi sono: il rating, la preparazione del prospetto dei titoli, le misure di PR ed IR e anche le spese delle banche ed eventualmente del revisore dei conti (ad esempio per la preparazione di una *comfort letter*) nonché ulteriori spese per la distribuzione.

## Who is Who dei "Kapitalmarktpartner" (Borsa di Düsseldorf, Giugno 2011)

Fonte: Borsa di Düsseldorf

ACON Actienbank AG, München  
ADVISUM GmbH, Berlin  
Baader Bank AG, Unterschleißheim  
BGP - Bohnert Group of Partners, Ratingen  
biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Willich  
CMS Hasche Sigle, Düsseldorf  
Concentro Management AG, Nürnberg  
Conpair AG, Essen  
Creditreform Rating AG, Neuss  
Deloitte & Touche GmbH, Düsseldorf  
DICAMAAG, Gaildorf  
Euler Hermes Rating GmbH, Hamburg

Fox Capital GmbH, Nidderau/Frankfurt  
Heuking Kühn Lüer Wojtek, Köln  
Hogan Lovells International LLP, Frankfurt am Main  
IPONTIX Equity Consultants GmbH, Frankfurt am Main  
Lang & Schwarz Broker GmbH, Düsseldorf  
Mayer Brown LLP, Frankfurt am Main  
Network Corporate Finance GmbH & Co. KG, Düsseldorf  
Orrick Hölters & Elsing, Düsseldorf  
Raupach & Wollert-Elmendorff, Düsseldorf  
RHL - Unternehmensberatung GmbH, Berlin  
RölfsPartner, Düsseldorf

SCHNIGGE Wertpapierhandelsbank AG, Düsseldorf  
Sernetz Schäfer Rechtsanwälte, Düsseldorf  
Stadtsparkasse Düsseldorf  
Taylor Wessing, Düsseldorf  
UBJ. GmbH, Hamburg  
VR Unternehmerberatung GmbH, Düsseldorf  
WGZ BANK, Düsseldorf



### Il timing

L'emissione di un bond impegna un po' di tempo: il primo colloquio informale con la borsa (che non tutti i candidati superano), la preparazione del *fact sheet* e del prospetto dei titoli, il rating e le misure di marketing facilmente comportano un periodo di circa sei, sette mesi. Chi pensa che un tale periodo sia troppo lungo deve tenere conto del fatto che anche la negoziazione di un *term sheet* e di un contratto di credito consorziale può essere un processo assai lungo.

### Obblighi Successivi

Un finanziamento tramite il mercato dei capitali ha invece un prezzo maggiore poiché deve tener conto anche degli obblighi successivi riguardanti la pubblicazione di informazioni che possono influenzare il corso del bond. La portata effettiva di tali obblighi rimarrà ancora da chiarire dalla giurisdizione. Comunque il prerequisito di trasparenza spesso richiede attenzione all'aspetto del *monitoring* e della *compliance* e quindi la previsione di nuove strutture di comunicazione nell'azienda. Durante il periodo di quotazione il sito web dell'emittente deve riportare il bilancio annuale testato e i bilanci infra-annuali (non-testati), oltre ad un calendario finanziario che deve essere annualmente aggiornato. Eccetto Amburgo/Hannover, va pubblicato ogni anno anche il rating.

### L'investitore

Tanti investitori privati sono in cerca di nuovi tipi d'investimento perché i prodotti classici delle banche sembrano poco attraenti nella loro prospettiva e per i loro interessi bassi. I nuovi bond delle medie imprese offrono una rendita più alta, anche se è evidente che rendite più alte implicano un

Heckler & Koch, Semper Idem Underberg, German Pellets

### **Bang, Cin, Pellets... bond di medie imprese tedesche:**

... *AirBerlin* ... *Uniwheels* ... *Schneekoppe* ... *Centrosolar* ...  
... *Behrens* ... *Constantin* ... *Dürr* ... *Golden Gate* ... *3W Power* ...  
... *S.A.G. Solarstrom* ... *Payom Solar* ... *Rena* ... *MAG IAS* ...  
*Exer D* ... *Solarwatt* ... *Valensina* ... *KTG Agrar* ... *SiC Processing* ...  
... *Windreich* ... *Helma* ... *SeniVita Sozial* ... *Nabaltec* ... *DIC Asset*

rischio più elevato per l'investitore. Comunque qualcuno di essi, con l'euforia della caccia alla rendita, perde un po' di vista tale verità. Perciò la stampa finanziaria mette sempre in evidenza i rischi dei nuovi prodotti.

### Conclusioni

I bond delle medie imprese sono una componente interessante per i finanziamenti delle aziende e vengono lanciati dalle Borse in Germania in un periodo in cui tante aziende desiderano più autonomia dalle banche. Non solo il *working capital*, ma anche un determinato progetto può essere finanziato tramite emissione di bond. Se un'azienda viene identificata con un marchio (?) di successo, spesso la quotazione non incontra nessuna difficoltà. In tal modo la richiesta dei bond di Underberg (digestivi) ha superato la sottoscrizione di cinque volte. Anche Valensina (succhi di frutta) ha avuto un grande successo tramite il proprio marchio. Infine, Katjes è riuscita a generare una richiesta per bond nel luglio 2011 che ha notevolmente superato la sottoscrizione. Senza un marchio così conosciuto il lavoro diventa molto più difficile. Le Borse tedesche offrono il loro servizio non solo alle imprese tedesche. In particolare, la Borsa di Düsseldorf è interessata ad attirare aziende di altri paesi Europei.

Può dunque valere la pena seguire il trend già agli inizi di questo sviluppo in vista del proprio futuro: chi effettua tutti i pagamenti puntualmente potrà approfittare dell'effetto "tifoseria" per effettuare altre quotazioni con successo anche nel futuro. Se tutti i partecipanti saranno in grado di comportarsi in modo consapevole, tutti potranno profittarne: le medie imprese, le Borse e anche gli investitori – non solo in Germania, ma in tutta Europa ■



## Colophon

Pubblicata da e responsabile per il contenuto:

**RECHTSANWALT  
DR. CHRISTOPH A. LINDENAU**

Weißenburgstraße 58  
40476 Düsseldorf  
Germania

tel.: +49 211 43 63 – 365  
+49 211 24 83 – 7312  
fax: +49 211 24 83 – 7313  
cellulare +49 176 10 31 52 18  
email: [info@lindenaulegal.de](mailto:info@lindenaulegal.de)  
web: [www.lindenaulegal.de](http://www.lindenaulegal.de)

Tutte le fotografie copyright by Dr. Christoph A. Lindenau

Dr. Lindenau da più di dieci anni rende consulenze a clienti nazionali e internazionali nell'ambito del diritto contrattuale, ristrutturazioni e diritto fallimentare nonché diritto societario e M&A, incluso anche *distressed M&A* e transazioni d'immobili. I clienti sono in particolare medie imprese di tutte le industrie. Dr. Lindenau parla correntemente l'inglese e l'italiano ed è ammesso come Rechtsanwalt (= *avvocato secondo il diritto tedesco*) secondo la legge tedesca e membro dell'ordine degli avvocati di Düsseldorf, Freiligrathstraße 25, 40479 Düsseldorf, [info@rechtsanwaltskammer-duesseldorf.de](mailto:info@rechtsanwaltskammer-duesseldorf.de), [www.rechtsanwaltskammer-duesseldorf.de](http://www.rechtsanwaltskammer-duesseldorf.de).

Questa newsletter può essere abbonata:  
[legalupdate@lindenaulegal.de](mailto:legalupdate@lindenaulegal.de)

Disattivazione tramite email:  
[nolegalupdate@lindenaulegal.de](mailto:nolegalupdate@lindenaulegal.de)

**lindenaulegal.update** viene pubblicata anche in tedesco in versione stampa per i propri clienti.

Questa newsletter e tutto il suo contenuto nonché le fotografie sono protetti dal diritto d'autore. lindenaulegal.update presenta informazioni in forma compatta riguardanti sviluppi attuali nel diritto societario e nel diritto economico. Il contenuto di questa newsletter non costituisce, né può essere usato come, sostituto di un parere fiscale e/o legale per una specifica situazione. La sua intenzione è esclusivamente di colpire l'interesse per le materie scelte. Questa newsletter non ha pretese di completezza. Nel caso di bisogno di consulenze Lei non può fidarsi delle informazioni contenute perché non si assume nessuna responsabilità civile. Nel caso di questioni generiche riguardanti il contenuto è possibile rivolgersi – senza impegni – direttamente a Rechtsanwalt Dr. Lindenau.

Sono applicabili i seguenti regolamenti: Legge federale per la professione di avvocato (Bundesrechtsanwaltsordnung - BRAO), Ordinamento Professionale (Berufsordnung - BORA), Codice professionale per gli avvocati specializzati (Fachanwaltsordnung - FAO), Legge sulla retribuzione degli avvocati (Rechtsanwaltsvergütungsgesetz - RVG), Regole professionali degli avvocati della Comunità Europea (Berufsregeln der Rechtsanwälte der Europäischen Union - (CCBE). Le leggi citate possono essere visualizzate e scaricate dal sito dell'ordine degli avvocati (Bundesrechtsanwaltskammer - [www.brak.de](http://www.brak.de)) nella rubrica "Berufsrecht" in tedesco e in inglese. Assicurazione contro la responsabilità professionale: HDI-Gerling Firmen und Privat Vers. AG in 50464 Köln. Ambito territoriale di validità: l'intero territorio dell'Unione Europea conforme ai requisiti di § 51 della legge federale per la professione di avvocato.

