Imprese, il lento decollo dei mini bond

Imprese, il lento decollo dei mini bond

Raffaele Lungarella

Per favorire il lancio dei mini bond, le obbligazioni emesse da società non quotate in Borsa, potrebbe essere utile un intervento della Cdp

Uno dei fattori di debolezza delle nostre piccole e medie imprese è costituito dalla loro eccessiva dipendenza finanziaria dal credito bancario, che le rende particolarmente vulnerabili agli elevati tassi di interesse e alle strette creditizie.

Per cercare di allentare questa morsa, tra le altre iniziative che sono state progettate o intraprese, il primo “Decreto sviluppo” del governo Monti, (D. L. 83/2112), nel 2012, ha rimosso alcuni limiti posti dal codice civile e previsto agevolazioni fiscali per l’emissione dei cosiddetti “mini bond”, cioè obbligazioni emesse da società non quotate in borsa, come sono prevalentemente le Pmi. Quelle norme sono state modificate nel corso del tempo (l’ultima volta con il D. L.145/2013, quello denominato “Destinazione Italia”), per favorire la loro emissione e sottoscrizione (si rinvia alla specifica normativa per le caratteristiche che i titoli devono possedere per ottenere le agevolazioni in essa previste).

Per l’alto rendimento che promettono, i mini bond hanno suscitato un certo interesse da parte degli istituti di credito e anche dei fondi previdenza. Ma non decollano.

Per la loro quotazione, Borsa Italiana ha attivato un nuovo segmento del mercato obbligazionario, denominato ExtraMot Pro. A un anno dalla sua istituzione risultano quotati 44 titoli, emessi da 31 società, per un valore nominale di 2.994 milioni di euro. Una cifra rilevante, ma poco meno di 2,8 miliardi sono relativi a 8 società, delle quali 5 hanno emesso ognuna titoli per oltre 200 milioni di euro; i tre bond quotati da Cerved Techonologies assommano, da soli, un valore nominale di quasi 800 milioni di euro e i due emessi da Sisal Holding quasi 600 (per le principali caratteristiche dei titoli si rinvia alla tabella 1). Anche se un certo numero di titoli in esso quotati sono di piccolo importo (in qualche caso si può persino ritenerlo troppo piccolo per l’emissione di un bond), questo segmento del mercato obbligazionario sembra più adatto alle imprese di una certa dimensione che non alle piccole e medie.

Il decollo di questi titoli incontra diversi ostacoli. Se finora i risultati sono stati inferiori alle attese il motivo va individuato, anche a parere degli operatori dei mercati obbligazionari, in due loro caratteristiche: la scarsa liquidità, che rende difficile, per gli investitori, rivenderli, qualora volessero o avessero necessità di farlo; l'assenza, nella pressoché generalità dei casi, di un rating, rilasciato da una società di valutazione (lo hanno solo tre dei bond quotati al ExtraMot Pro), che aiuti gli investitori ad informarsi sui rischi che si assumono sottoscrivendo titoli ad alto rendimento, come sono questi corporate bond.

Un fondo della cassa depositi e prestiti

Per contribuire a superare questi ostacoli e favorire il lancio dei mini bond già da tempo si ipotizza un intervento della Cassa Depositi e Prestiti (Cdp). Nelle scorse settimane il direttore di Cdp ha reso noto che è stata avviata un’istruttoria per valutare le possibilità di un intervento. Le forme che esso può assumere sono svariate. Qui di seguito si illustrano i tratti essenziali di una ipotesi di lavoro per la costituzione di un “fondo rotativo mini bond” (per brevità Fomibo), funzionale alla formazione e allo sviluppo di un mercato dei titoli disciplinati dal decreto sviluppo.

Il fondo dovrebbe occuparsi solo delle obbligazioni emesse da imprese, che sulla base di una sua

analisi approfondita, risultino solide e/o con buone prospettive di sviluppo. I titoli che superano l'esame è come se ricevessero il "bollino blu" della CDP. Questo dovrebbe "tranquillizzare" chi vuole sottoscriverli, più quanto potrebbe fare il rating emesso Standard and Poor's, da Fitch o da un'altra società di rating, le quali per le loro valutazioni sono pagate dalle società che emettono le obbligazioni, e, nel caso di errore, non rischiano niente, se non, forse, la loro reputazione (che, però, come si è visto in questa crisi, anche quando la perdono non ne sono molto danneggiate).

La Cdp, invece, rischia. L'ipotesi qui illustrata prevede, infatti, che Fomibo sottoscriva le obbligazioni ai quali esso stesso attribuisce il "bollino blu", qualora esse non trovassero compratori sul mercato.

Operativamente si tratta, in sostanza, di trasferire ai mini bond lo stesso meccanismo del fondo immobiliare chiuso, denominato Fiv-Plus, con il quale la Cddpa assiste gli enti pubblici nella vendita dei loro immobili. Se al prezzo d'asta (stabilito sulla base di uno studio di fattibilità, realizzato dal Fiv-Plus) al quale un immobile viene posto in vendita sul mercato non si trova nessun compratore privato, esso viene acquistato dal fondo chiuso. Come avviene per gli immobili pubblici da pare di Fiv-Plus, anche il Fomibo opererebbe da "compratore finale" per i mini bond, che esso stesso certifica, ma che il mercato non è disposto ad assorbire.

Il prezzo della liquidità

Il Fomibo può garantire anche la liquidità delle obbligazioni con bollino blu, dando così l'opportunità a chi le acquista di poterle rivendere in qualsiasi momento. Occorre però evitare che questa possibilità induca nell'investitore comportamenti da azzardo morale, pensando di incassare, per qualche anno, le buone cedole che il titolo stacca e di liberarsene in prossimità della scadenza, senza correre il rischio che la società che ha emesso l'obbligazione possa non essere in grado di ripagare il suo debito.

Il meccanismo per garantire la liquidità dei mini bond potrebbe essere lo stesso applicato ai buoni fruttiferi postali, emessi dalla Cdp. Ai sottoscrittori di questi titoli, che vogliono liquidarli prima della scadenza, viene restituito il valore nominale del titolo, il cui importo si aggiunge a quello degli interessi già incassati. Condizioni così generose potrebbero, però, spingere gli investitori in mini bond, i cui rendimenti sono molto più elevati di quelli dei buoni postali, a valutare con leggerezza i rischi che si assumono, avendo la certezza che, in caso di errore, pagherebbero un prezzo contenuto o addirittura nessuno.

È, perciò, necessario che il prezzo della liquidità dei mini bond non incentivi comportamenti opportunistici da parte degli investitori. Si può contenere questo rischio stabilendo che il Fomibo, sarà disponibile ad acquistare un titolo con il "bollino blu" in qualsiasi momento, ma pagando un prezzo uguale al capitale nominale al netto degli interessi incassati e/o maturati fino al momento della vendita. L'investitore che vuole rivendere un'obbligazione del valore nominale di 100 euro e ne ha incassati 8 di interessi, riceverà 92 euro. In sostanza, chi decide di vendere le obbligazioni prima della loro scadenza recupera il capitale investito, ma ci rimette l'intero ammontare degli interessi. A queste condizioni l'incentivo a vendere i titoli –per i quali non si prevede una situazione di default- si riduce, soprattutto per quelli con una vita medio-lunga, quanto più ci si avvicina alla loro scadenza.

Tabella 1. Titoli quotati al ExtraMot

Pro

SocietÃ emittente	Subordinazione	Valore nominale	Lotto minimo di negoziazione	Tasso interesse annuo	Godimento	Scadenza
RSM Italy A&A S.r.l.	Senior	1.000.000	1.000	8,00	17/04/2014	31/03/2017
Ipi Spa	Senior	12.300.000	100.000	7,00	10/04/2014	1074/2021
Tesmec Spa	Senior	15.000.000	100.000	6,00	10/04/2014	1074/2021
Bomi Italia Spa	Senior	1.500.000	50.000	7,25	31/03/2014	31/03/2017
Cogemat Spa	Senior	28.606.000	100.000	euribor 6M+ 9,5	14/02/2014	27/09/2019
Cogemat Spa	Senior	21.394.000	100.000	euribor 6M+ 9,5	14/02/2014	27/09/2019
TerniEnergia S.p.A	Senior	25.000.000	100.000	6,875	06/02/2014	06/02/2019
JSH Group S.p.A	Senior	1.800.000	50.000	7,50	31/01/2014	31/01/2019
Microcinema S.p.A.	Senior	1.500.000	50.000	8,125	29/01/2014	29/01/2017
Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.	Senior	12.000.000	50.000	5,00	22/01/2014	22/01/2015
ETT S.p.A	Senior	500.000	50.000	6,00	27/12/2013	30/09/2014
GPI S.p.A	Senior	3.750.000	50.000	5,50	23/12/2013	30/06/2018
Iacobucci HF Electronics S.p.A.	Senior	3.750.000	50.000	8,00	20/12/2013	20/12/2017
Alessandro Rosso Group S.p.A.	Senior	4.000.000	4.000.000	10,00	20/12720 13	20/12/2018
Mille Uno Bingo S.p.A.	Senior	9.000.000	20.000	euribor 3M+5,6	15/11/2013	15/11/2018
Marcolin S.p.A.	Senior	11.900.000	100.000	8,50	14/11/2013	15/11/2019
Marcolin S.p.A.	Senior	188.100.000	100.000	8,50	14/11/2013	15/11/2019
Meridie S.p.A	Senior	4.000.000	100.000	8,00	12/11/2013	12/11/2015
Grafiche Mazzucchelli S.p.A.	Senior	2.000.000	1.000	8,00	07/11/2013	31/12/2019

Rhino Bondco S.p.A.	Senior	200.700.000	100.000	7,25	05/11/2013	15/11/2020
Rhino Bondco S.p.A.	Senior	198.100.000	100.000	euribor 3 m + 5,5	05/11/2013	15/12/2019
Rhino Bondco S.p.A.	Senior	14.300.000	100.000	7,25	05/11/2013	15/11/2020
Rhino Bondco S.p.A.	Senior	1.900.000	100.000	euribor 3 m + 5,5	05/11/2013	15/12/2019
Sudcommerci s.r.l	Senior	22.000.000	50.000	3 semestrale	09/10/2013	09/10/2018
Filca Cooperative	Senior	9.000.000	100.000	6,00	30/09/2013	30/09/2019
Primi sui Motori S.p.A	Senior	1.680.000	20.000	9,00	08/08/2013	08/08/2016
IFIR S.p.A	Senior	114.000	1.000	4,25	02/08/2013	02/02/2015
IFIR S.p.A	Senior	1.000.000	1.000	5,50	02/08/2013	02/02/2016
IFIR S.p.A	Senior	2.570.000	1.000	6,25	02/08/2013	02/08/2017
Manutencoop Facility Management S.p.A	Senior	13.400.000	100.000	8,50	02/08/2013	01/08/2020
Manutencoop Facility Management S.p.A	Senior	411.600.000	100.000	8,50	02/08/2013	01/08/2020
Gemenet Spa	Senior	200.000.000	100.000	7,25	01/08/2013	01/08/2018
Caar	Senior	2.800.000	50.000	6,50	01/07/2013	01/07/2018
Fide	Senior	2.700.000	1.000	euribor 3M+2,95	03/06/2013	03/06/2016
Sisal Holding Istituto di pagamenti Spa	Senior	3.665.000	100.000	7,25	15/05/2013	30/09/2017
Sisal Holding Istituto di pagamenti Spa	Senior	271.335.000	100.000	7,25	15/05/2013	30/09/2017
TeamSystem Holding Spa	Senior	289.800.000	100.000	7,35	07/05/2013	15/05/2020
TeamSystem Holding Spa	Senior	10.200.000	100.000	7,35	07/05/2013	15/05/2020

Buscaini Angelo Srl (cambiale finanziaria)	Senior	10.000.000	50.000	7,00	08/04/2013	08/04/2015
IVS F. S.p.A	Senior	3.965.000	100.000	7,125	04/04/2013	01/04/2020
IVS F. S.p.A	Senior	196.035.000	100.000	7,125	04/04/2013	02/04/2020
Cerved Technologies	Senior	300.000.000	100.000	6,375	29/01/2013	15/01/2020
Cerved Technologies	Senior	250.000.000	100.000	Euribor 3M+5,375	29/01/2013	15/01/2019
Cerved Technologies	Subordinato	230.000.000	100.000	8,00	29/01/2013	15/01/2021

Fonte:
www.borsaitaliana.it/obbligazioni/segmento-professionale/extramot-pro/extramot-pro.htm
(consultato il 7 maggio 2014)

Sì