

Mini-bond e PMI: la performance operativa delle emittenti

di Davide Fonti, Giancarlo Giudici, Gianluca

Premoli e Edoardo Tunesi

31/07/2017 08:04

Storicamente le PMI italiane hanno mostrato una forte dipendenza dai finanziamenti bancari e un ridotto accesso al mercato mobiliare. Grazie a diversi provvedimenti legislativi, introdotti a partire dal 2012, questa tendenza è parzialmente cambiata, permettendo lo sviluppo del mercato italiano delle obbligazioni anche tra le PMI, i cosiddetti 'mini-bond'.

Al 30 giugno 2017, secondo i dati dell'Osservatorio Mini-Bond del Politecnico di Milano (www.osservatoriominibond.it) si contavano ormai sul mercato 157 emissioni di mini-bond da parte di 109 imprese italiane che si qualificano come PMI. La Tabella 1 mostra le principali caratteristiche delle emissioni nel corso degli anni. Come si può notare, la cedola (nella quasi totalità fissa), che dipende da diversi fattori, tra cui in primis il rischio di insolvenza dell'emittente, mostra un andamento decrescente in linea con l'andamento dei tassi di interesse; il valore medio è 5,4%. Quasi tutte le emissioni da parte di PMI (105 su 109) hanno un valore sotto € 50 milioni. Ancora limitato è il ricorso a *rating* e garanzie (presenti rispettivamente nel 25,0% e nel 19,2% dei casi), forse a causa dei costi correlati. Tra le emissioni che presentano eventuali opzioni, risulta più alta la percentuale di quelle con opzione sia call che put (37,5%). La percentuale di emissioni con covenant è piuttosto alta (60,5%): si può pensare che per collocamenti di piccola dimensione il ricorso ai covenant sia preferito rispetto alle garanzie per il minore costo di incidenza.

Tabella 1. Principali statistiche descrittive delle 157 emissioni di mini-bond collocate da 109 PMI italiane

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 (primo semestre) | Totale |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|--------------------------|--------|
| cedola (fissa) | 6,1% | 5,4% | 5,6% | 5,1% | 4,8% | 5,4% |
| scadenza (anni) | 3,53 | 8,64 | 5,64 | 5,15 | 3,11 | 5,88 |
| rating (%) | 20,0% | 48,1% | 37,5% | 27,7% | 28,5% | 25,0% |
| garanzia (%) | 20,0% | 3,7% | 20,8% | 27,7% | 28,5% | 19,2% |
| opzione call (%) | 50,0% | 7,4% | 16,6% | 33,3% | - | 22,1% |
| opzione put (%) | - | 29,6% | 41,6% | 22,2% | 14,3% | 25,9% |
| opzione call+put (%) | 10,0% | 59,2% | 29,1% | 27,7% | 71,4% | 37,5% |
| covenant (%) | 20,0% | 59,2% | 66,6% | 66,7% | 71,4% | 60,5% |

La maggioranza delle PMI, precisamente il 43%, hanno un fatturato compreso tra € 10 milioni e € 50 milioni. Osservando la distribuzione delle emissioni per localizzazione geografica, risulta evidente la prevalenza del Nord Italia (66%). In testa rimane la Lombardia con 33 PMI, seguono Trentino Alto-Adige e

Veneto con rispettivamente con 14 e 12 imprese.

Gli investitori istituzionali come fondi, SIM e assicurazioni sono sempre più attenti ai mini-bond, come interessante alternativa per la diversificazione di portafoglio e per la ricerca di rendimenti crescenti, vista la situazione ormai cronica dei tassi di interessi vicini a zero, se non negativi. Non va poi dimenticato che i mini-bond consentono alle PMI di diversificare le fonti di finanziamento e disporre di capitali per progetti di lungo termine, o semplicemente per consolidare la leva finanziaria. Diventa quindi interessante analizzare la performance operativa delle PMI emittenti, prima e dopo il collocamento dei mini-bond. A tale scopo attraverso il database AIDA sono stati calcolati i valori medi e mediani relativi ad alcuni indici di redditività e di liquidità, riportati nella Tabella 2, limitando l'attenzione alle 98 PMI che hanno collocato mini-bond fino al 31 dicembre 2016.

Tabella 2. Indici di bilancio prima e dopo l'emissione di un mini-bond (l'anno 0 è quello del collocamento). Valori medi (fra parentesi i valori mediani). Campione: 98 PMI emittenti. Fonte: AIDA BVD

| Emittenti 2013 - 2014 | Anno -3 | Anno -2 | Anno -1 | Anno 0 | Anno 1 |
|-----------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| ROE (%) | 5,75% (2,82%) | 11,19% (3,33%) | 10,94% (4,23%) | 10,94% (3,19%) | 0,75% (-1,60%) |
| ROA (%) | 5,19% (2,35%) | 4,07% (2,63%) | 4,93% (3,84%) | 3,39% (2,96%) | 3,16% (3,05%) |
| EBITDA/Vendite (%) | 3,18% (10,91%) | 15,48% (10,84%) | 38,35% (12,22%) | 23,51% (13,01%) | 22,13% (15,83%) |
| Quick Ratio | 1,05 (1,00) | 1,04 (1,04) | 1,15 (1,09) | 1,74 (1,55) | 1,76 (1,39) |
| Leverage D/E | 3,25 (0,88) | 2,51 (0,81) | 2,27 (1,01) | 3,03 (1,04) | 7,64 (1,10) |
| Emittenti 2015 | Anno -3 | Anno -2 | Anno -1 | Anno 0 | Anno 1 |
| ROE (%) | 9,06% (2,30%) | 15,07% (3,77%) | 5,23% (3,68%) | 0,53% (3,72%) | - |
| ROA (%) | 4,64% (3,37%) | 7,67% (2,92%) | 7,80% (3,63%) | 3,57% (3,54%) | - |
| EBITDA/Vendite (%) | 5,16% (10,81%) | 14,43% (13,77%) | 17,25% (14,55%) | 11,42% (12,89%) | - |
| Quick Ratio | 0,91 (0,72) | 0,97 (0,77) | 0,97 (0,77) | 1,41 (1,06) | - |
| Leverage D/E | 2,82 (1,76) | 1,52 (1,59) | 1,22 (1,34) | 1,21 (1,34) | - |
| Emittenti 2016 | Anno -3 | Anno -2 | Anno -1 | Anno 0 | Anno 1 |
| ROE (%) | 1,44% (3,32%) | 5,44% (4,30%) | 5,36% (5,28%) | - | - |
| ROA (%) | 0,44% (3,12%) | 2,15% (3,20%) | 2,29% (3,82%) | - | - |
| EBITDA/Vendite (%) | 2,62% (6,49%) | 0,98% (7,63%) | 9,72% (9,44%) | - | - |
| Quick Ratio | 0,84 (0,66) | 0,87 (0,79) | 0,82 (0,76) | - | - |
| Leverage D/E | 3,52 (1,68) | 2,25 (1,70) | 2,05 (1,52) | - | - |

Per quanto riguarda gli indicatori di redditività return on equity (ROE), ovvero utile netto su patrimonio netto, e return on assets (ROA), definito come margine operativo netto su totale dell'attivo, si può evidenziare un trend negativo della media dall'anno di emissione in poi. Ma osservando la distribuzione dei valori mediani, si può invece cogliere come i valori medi siano fortemente influenzati da alcuni casi specifici. Infatti, i valori mediani degli indici presentano una certa stabilità e in taluni casi una lieve crescita.

Allo stesso modo, l'indicatore EBITDA (margine operativo lordo) su vendite da fatturato presenta un andamento simile, con una lieve crescita che caratterizza soprattutto le emittenti del 2016. Proseguiamo ora con l'indice di liquidità quick ratio, ovvero il

rapporto fra attivo circolante al netto delle scorte e passività a breve termine. In questo caso, valori medi e mediani sono concordi nel mostrare un miglioramento dell'indicatore nel breve termine, grazie alla raccolta di liquidità proveniente dai mini-bond che solitamente hanno invece scadenza nel medio-lungo termine. Infine, il valore mediano della leva finanziaria (leverage) non mostra una crescita significativa, a sottolineare che il mini-bond non va a saturare ulteriormente la situazione di indebitamento delle PMI.

A conclusione di questa indagine, è interessante osservare il tasso di crescita medio del fatturato consolidato, definito dal compounded annual growth rate (CAGR), calcolato in Tabella 3 a cavallo delle emissioni di mini-bond da parte delle PMI fra il 2013 e il 2015.

Tabella 3. CAGR dei ricavi consolidati a cavallo dell'emissione di un mini-bond. Fonte: AIDA BVD

| | Emissioni 2013 (-3; +2) | Emissioni 2014 (-3; +1) | Emissioni 2015 (-3; 0) |
|----------------|----------------------------|----------------------------|---------------------------|
| Valore medio | +15,43% | +11,60% | +39,98% |
| Primo quartile | -25,34% | -3,93% | -4,87% |
| Valore mediano | +19,19% | +3,96% | +10,24% |
| Terzo quartile | +30,84% | +13,66% | +18,93% |

Il valore medio è positivo per tutti i cluster considerati, con un incremento medio annuale che va da +11,60% a +39,98% (valore mediano fra +3,96% e +10,24%). Osservando il dato per le emissioni 2015, per le quali disponiamo dei numeri solo fino all'anno di collocamento, possiamo vedere come le PMI che emettono mini-bond mediamente crescano in misura significativa anche prima della raccolta di capitale. I valori del primo quartile sono negativi: ciò significa che un quarto delle imprese registra una decrescita del fatturato. Allo stesso modo, osservando invece i valori del terzo quartile, si può affermare che un quarto delle imprese registra tassi medi annuali di crescita superiori ai valori indicati, quindi particolarmente buoni.

Si può quindi affermare che la maggioranza delle PMI italiane che hanno emesso mini-bond (ma non tutte) è caratterizzata da un aumento significativo del fatturato mentre l'effetto sulla redditività non è altrettanto positivo. In effetti, come ha evidenziato il 2° Report italiano sui mini-bond presentato al Politecnico di Milano a inizio 2017, diverse PMI utilizzano il capitale raccolto per fare nuovi investimenti (che tendenzialmente migliorano la redditività nel lungo termine) mentre altre semplicemente ristrutturano il debito esistente, allungandone la duration, e quindi senza particolari effetti attesi su redditività e crescita.

MOOC "Finanza per Tutti"

26/07/2017 09:29

Sta per cominciare il nuovo MOOC "Finanza per Tutti", in partenza dal 31 luglio 2017, in italiano, della serie "For Citizens":

https://www.pok.polimi.it/courses/course-v1:Polimi+FinPerTutti101+2017_M8/about[link attivo dal 31 luglio 2017]

La finanza è ormai parte integrante della vita quotidiana. L'apertura di un conto corrente, decidere come investire i propri risparmi, la necessità di chiedere un prestito o un finanziamento... Lo scopo del corso è quello di fornire tutti gli strumenti necessari per affrontare queste (e altre) scelte, avendo

ben chiari quali sono i possibili rischi e le insidie che ci si può trovare a fronteggiare.

Il corso è stato realizzato da Politecnico di Milano in collaborazione con Altroconsumo.

Parere ESA in materia di PRIIPs aventi finalità sociali e ambientali

31/07/2017 08:04

Le autorità di vigilanza europee (ESA) hanno presentato un Parere tecnico alla Commissione europea per fissare i requisiti minimi che i produttori di PRIIPs aventi finalità di carattere sociale o ambientale (detti anche PRIIPs EOS) devono rispettare affinché tali prodotti soddisfino le esigenze degli investitori retail.

Il produttore di un PRIIP EOS è, infatti, tenuto a dotarsi di misure di governance specifiche per garantire che siano soddisfatte le finalità ambientali o sociali del prodotto e che sia garantita la loro rilevanza durante tutto il processo di investimento.

Nel loro intervento, le ESA hanno fornito le seguenti raccomandazioni:

- Il produttore di PRIIP che punta a obiettivi ambientali o sociali deve specificare chiaramente questi obiettivi, insieme ad una strategia adeguata e proporzionale per la loro realizzazione;
- Il produttore PRIIP dovrebbe indicare chiaramente gli obiettivi e le modalità di realizzazione;
- Il produttore PRIIP deve dotarsi delle misure di governance e di monitoraggio adeguate agli obiettivi prefissati e alla strategia delineata per il loro raggiungimento.
- Il produttore PRIIP dovrebbe effettuare una revisione periodica dei progressi compiuti nel raggiungimento degli obiettivi specificati.

Il parere ESA specifica inoltre, per ciascuna di queste quattro aree, il risultato regolamentare richiesto e una valutazione delle regole esistenti.

Le Autorità hanno concluso che in questo momento la creazione di obblighi autonomi specifici e dettagliati per i PRIIP destinati a specifici obiettivi ambientali o sociali non sarebbe proporzionata. Le misure settoriali già esistenti o in fase di elaborazione offrono una base sufficientemente rigorosa e flessibile per una corretta regolamentazione dei PRIIP EOS.

Comunicato stampa Parere Tecnico ESA

Consob: avviata consultazione sulle modifiche al Libro VIII del Regolamento Intermediari in materia di consulenti finanziari

31/07/2017 08:02

La Consob ha avviato il processo di consultazione sulle modifiche necessarie per l'attuazione dell'art. 1, comma 36, della legge n. 208 del 28 dicembre 2015 ("Legge di Stabilità per il 2016") in materia di consulenti finanziari.

La legge 9 luglio 2015, n. 114 e la Legge di Stabilità per il 2016 hanno delineato una radicale riforma dell'assetto di competenze in materia di "consulenti finanziari" trasferendo in capo all'Organismo di cui all'art. 31, comma 4, del TUF le funzioni di tenuta dell'albo, di vigilanza e sanzionatorie nei confronti di tali soggetti. Gli interventi di modifica al Regolamento Intermediari (articoli da 91 a 112) che si sottopongono alla consultazione hanno la finalità di attuare, a livello secondario, la citata riforma nonché quella di dettare i principi e i criteri ai quali dovrà adeguarsi l'operato dell'Organismo.

Si sottopongono altresì alla consultazione ulteriori interventi sulla disciplina dei consulenti finanziari, in considerazione del disposto dell'articolo 3 della direttiva 2014/65/UE (MiFID II).

La consultazione avrà termine il 30 settembre 2017.

Documento di consultazione

Consultazione BCE per aumentare la trasparenza nel settore dei fondi pensione UE

31/07/2017 07:59

La BCE ha pubblicato in pubblica consultazione la versione preliminare del regolamento relativo ai requisiti di segnalazione statistica dei fondi pensione. La nuova normativa mira ad aumentare la trasparenza nel settore e migliorare la comparabilità dei dati.

I commenti presentati saranno preso in considerazione al momento della formulazione della versione definitiva del regolamento.

La consultazione avrà termine il 29 settembre 2017.

Comunicato stampa Documento di consultazione

IVASS: aggiornamento della metodologia e delle istruzioni per la comunicazione delle informazioni in materia di autovalutazione dei rischi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo

31/07/2017 07:58

Il 5 giugno scorso l'IVASS ha richiesto alle imprese di assicurazioni, che operano nei rami vita, di condurre un'autovalutazione dei rischi di riciclaggio di denaro e di finanziamento del terrorismo cui esse sono esposte, dando la possibilità di presentare proposte di modifica. In seguito al confronto avuto con le imprese sulle possibili modifiche, le osservazioni formulate e i chiarimenti in merito allo schema di informazioni standardizzate, l'Istituto ha predisposto le versioni aggiornate del foglio elettronico e delle istruzioni per la compilazione, che devono quindi intendersi sostitutive di quelle inizialmente trasmesse.

Lettera al mercato IVASS del 25 luglio 2017

Direttore: Emilio Barucci.

Redattori: Roberto Baviera, Marco Bianchetti, Michele Bonollo, Stefano Caselli, Andrea Consiglio, Silvia Dell'Acqua, Giancarlo Giudici, Gaetano La Bua, Daniele Marazzina, Giulia Mele, Carlo Milani, Aldo Nassigh, Nino Savelli.

© 2017 FinRiskAlert - Tutti i diritti riservati.

Le opinioni riportate negli articoli e nei documenti del sito www.finriskalert.it sono espresse a titolo personale dagli autori e non coinvolgono in alcun modo l'ente di appartenenza.

Gli articoli e documenti pubblicati nel sito e nella newsletter FinRiskAlert hanno l'esclusiva finalità di diffondere i risultati di studi e ricerche a carattere scientifico. Essi non rappresentano in alcun modo informazioni o consulenza per investimenti, attività riservata, ai sensi delle leggi vigenti, a soggetti autorizzati.
