

» Bilanci

# Mini-bond, grande flop Usati per pagare le tasse

DI STEFANO RIGHI

A PAGINA 10

**Finanza** Sotto la lente dieci emissioni dedicate alle pmi (fino a 25 milioni). Una è già saltata, delle altre si salvano in poche. Ecco i conti

## Minibond C'è chi li emette per pagare le tasse e i debiti

Dovevano finanziare sviluppo e innovazione. Il (triste) bilancio un anno dopo

DI STEFANO RIGHI

**T**empo di bilancio per i minibond. Le emissioni obbligazionarie dedicate alle pmi italiane dovevano rappresentare un punto epocale di svolta nella relazione tra la tipica impresa italiana e il mondo della finanza.

Un'economia eccessivamente legata al sistema del finanziamento bancario ha dimostrato nel corso degli anni tutti i propri limiti. Ecco dunque la trovata dei minibond, il ricorso a capitale di rischio, non più i finanziamenti in conto corrente, ma il coinvolgimento di istituzioni finanziarie. Finanza fresca per progetti di sviluppo. Questo, in teoria. Già, perché la realtà è differente.

### Visioni distorte

Recentemente la Federazione Veneta delle Banche di credito cooperativo (Bcc), è arrivata a promuovere nuove iniziative nel settore delle emissioni obbligazionarie per «un plafond complessivo iniziale di circa 30 milioni di euro con scadenza decennale, che mira a destinare i fondi, raccolti attraverso la sottoscrizione di titoli di debito privato, a nuovi investimenti materiali, immateriale e finanziari, oltre che per il finanziamento del circolante, orientato in primis al pagamento di fornitori, stipendi e imposte».

Si, avete capito bene. Si emettono minibond, quindi nuovo debito, per pagare i fornitori (tra cui i dipendenti) e sanare le pendenze con il Fisco, cioè vecchio debito. Davvero un eccellente esempio di sviluppo e di innovazione strategica, questi «Veneto minibond», che sono riusciti a rovesciare la logica stessa che sottende allo strumento finanziario. Il caso veneto - dove peraltro le Bcc hanno mostrato in tempi recenti tutte le fragilità della propria struttura patrimoniale - è fortunatamente isolato.

Ma quanto emerge da una accurata analisi messa a punto dalla milanese Cse-Crescendo, società fondata da Cesare Sacerdoti che si occupa di corporate strategy ([\[crescendo.it/\]\(http://crescendo.it/\)\), evidenzia i grandi limiti di un sistema che - un anno dopo le prime emissioni - appare boccheggianti. Altro che sviluppo. «Abbiamo voluto concentrarci soprattutto sulla capacità di generare cassa - dice Luciano Martinoli, senior partner di Cse-Crescendo - ovvero su come la liquidità entrata in azienda a fronte delle emissioni obbligazionarie abbia dato nuove prospettive di sviluppo per l'azienda](http://www.cse-</a></p></div>
<div data-bbox=)

emittente. Ci siamo trovati davanti a un panorama assai poco stimolante, soprattutto per le future emissioni».

L'analisi di Cse-Crescendo ha preso in considerazione esclusivamente le emissioni fino a 25 milioni di euro, essendo le pmi il focus d'osservazione. Emissioni obbligazionarie realizzate entro il 14 febbraio 2014, con il fine di assicurare alle pmi «una nuova fonte di finanziamento non bancario per costruire sviluppo». Sono così stati analizzati 19 bond in capo a 17 emittenti. Di questi due erano cambiali finanziarie, per cui il totale è arrivato a 15 emittenti, appartenenti ai settori Finanza (4), Costruzioni (2), It (2), Ingegneria (1), Manifatturiero (1) e Servizi (5). «La

prima cosa che abbiamo cercato è stato il business plan - evidenzia Francesco Zanotti, senior partner di Cse-Crescendo. -. Non abbiamo trovato nulla e quindi, in assenza di elementi di progettazione strategica, abbiamo cercato nei documenti disponibili, come il documento di ammissione, i bilanci e le note integrative. Il vuoto assoluto. Addirittura, nel campo dei rischi d'impresa, due diverse imprese, appartenenti a settori diversi, hanno esposto le medesime descrizioni dei rischi...».

### Confronti

A un anno dalle emissioni uno dei quindici ha già alzato bandiera bianca. La Grafiche Mazzucchelli è in concordato preventivo e il suo minibond non è più negoziabile. Se poi dalla lista delle 15 analizzate si sot-

traggono le società finanziarie («per loro l'emissione obbligazionaria è un acquisto di materia prima»), restano 10 società. «La domanda che ci siamo posti è stata: la generazione di cassa dell'attività caratteristica ha iniziato a mostrare segnali di miglioramento? E abbiamo cercato di rispondere dal punto di vista dello stakeholder, usando informazioni ufficiali e pubbliche». I risultati dell'analisi sono scoraggianti. Se Mazzucchelli è in concordato preventivo,



Economia Il ministro Padoan

la Sudecommerci srl fa capo alla famiglia pugliese Degennaro, che risultano essere stati finanziati anche dai fondi maltesi del gruppo Optimum, che hanno fatto il pieno di cash con la precedente gestione della Banca Popolare di Vicenza. «In questo caso - dice Martinoli - più che a un minibond ci troviamo davanti a un mutuo... Non lo è solo perché si usa la formula Bullet, ma l'oggetto dello sviluppo imprenditoriale è la realizzazione di un centro commerciale nel Barese. Dai dati, risulta finanziato il 4.365 per cento del fatturato, mentre è stato dato in garanzia il costruito e il costruendo...». Si salvano in pochi. Su tutti la Mille Uno Bingo, che dal punto di vista economico è una storia di successo, ma presenta aspetti etici rilevanti. Primi sui motori è poi l'unica società quotata tra le analizzate e ha sfruttato l'opportunità per emettere debito a costi inferiori. Tra le migliori anche la trentina Gpi Spa, che si occupa di software in campo sanitario. «Il senso della ricerca è straniante - conclude Zanotti -. L'impressione che ne abbiamo ricavato è che prima di decidere di fare un minibond e poi si costruisce il business plan per giustificarlo...».

@Righist

© RIPRODUZIONE RISERVATA

**EMISSIONI A CONFRONTO** Gli effetti dei minibond. Valori in euro

	Mol rettificato		Cash-flow operativo rettificato	
	2013	2014	2013	2014
<b>Alessandro Rosso Group</b>	6.098.539	1.842.160	5.603.441	3.006.022
<b>Caar</b>	402.258	248.305	133.281	-1.298.922
<b>Filca Cooperative</b>	4.652.605	-338.146	3.366.728	3.110.777
<b>Gpi</b>	5.886.500	10.385.864	-5.504.196	16.085.288
<b>Iacobucchi Hf</b>	-2.122.700	-2.044.929	-1.996.856	-2.021.076
<b>Jsh Group</b>	24.392	250.103	-476.796	859.032
<b>Microcinema</b>	878.076	-767.661	-349.260	-1.263.546
<b>Mille Uno Bingo</b>	13.907.332	25.942.193	14.072.852	26.786.055
<b>Primi sui motori</b>	419.752	977.349	-961.046	1.896.976
<b>Sudcommerci</b>	-15.400.120	-6.716.616	-18.547.650	-2.916.971

Fonte: Cse Crescendo

S. Avaltroni