

I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio

Loan securitization and mini-bonds, new channels for Smes financing

Giancarlo Forestieri, Università Bocconi

Keywords

imprese, finanziamento, rischio, banche

Jel codes

G32, G01

Il modello di finanziamento delle imprese italiane, in particolare delle Pmi, è caratterizzato da un'eccessiva dipendenza dal canale bancario. Il peso dei prestiti sul passivo, le modalità delle relazioni banca-impresa, le forme tecniche rendono il modello strutturalmente debole, inadatto a sostenere lo sviluppo a medio-lungo termine e le imprese ad alta intensità di innovazione. Un deciso spostamento verso i circuiti di mercato dei capitali appare quindi inevitabile e urgente, con un ruolo crescente dei mini-bond e delle cartolarizzazioni.

The Italian financial system is still largely relying on bank loans to small and medium enterprises. In order to develop wider equity and bond markets, it is necessary to create incentives to strengthen the role of the capital markets, starting from mini-bonds issuing and loan securitization.

1. La struttura finanziaria delle imprese italiane

Il modello di finanziamento delle imprese italiane, in particolare delle Pmi, è caratterizzato dalla stretta dipendenza dal canale bancario. Il peso dei prestiti sul passivo, le modalità delle relazioni banca-impresa (frazionate tra più banche), le forme tecniche (il peso del breve termine e delle forme in c/c) rendono il modello strutturalmente debole (inadatto a sostenere lo sviluppo a medio-lungo termine e le imprese ad alta intensità di innovazione) e fortemente pro-ciclico. Tende cioè ad ampliare l'offerta nelle fasi cicliche positive e a razionarla nelle fasi negative, attraverso l'aumento del costo del debito in funzione del rischio e la riduzione dell'offerta. Fattori specifici (crisi del debito sovrano) e strutturali (sistema finanziario banco-centrico) si congiungono nel determinare gli effetti finali.

In questo quadro, un deciso spostamento verso i circuiti di mercato dei capitali appare inevitabile e urgente. Nello stesso tempo, appare necessario un processo di riqualificazione del credito bancario.

I fattori di debolezza. Qualche ulteriore dettaglio può servire a qualificare meglio il giudizio di inadeguatezza e a giustificare alcuni elementi dei possibili interventi correttivi. Per le imprese italiane, le evidenze empiriche più immediate riguardano:

- il livello di capitalizzazione è più basso: il rapporto di leverage aumenta dal 42 al 48% dal 2007 al 2012, a fronte di aumenti dal 27 al 34% e dal 39 al 42%, rispettivamente per Francia e Germania (Panetta, 2014,); uno scarto non trascurabile quindi e tale da incidere in modo significativo sul peso degli oneri finanziari sul costo del prodotto venduto, quindi sulla competitività di prezzo, e sul Mol (Margine Operativo Lordo) e quindi sulla sostenibilità del debito;

L'articolo riprende l'intervento svolto nell'ambito del Convegno *Rapporto di previsione* (Prometeia, Bologna, 16 aprile 2014), con alcuni aggiornamenti successivi.

- il peso del debito bancario sul totale debiti (circa 66,5%), rispetto al 50 % dell'Area euro e al 30% di Stati Uniti e Uk, indica la sostanziale mancanza di canali alternativi di finanziamento (Gobbi, 2013);
- la composizione dei prestiti bancari, costituiti per quasi il 40% da operazioni a breve termine (18% in Germania e Francia) e, queste, per circa la metà da rapporti di conto corrente, quindi a vista (Visco, 2013); la forte dipendenza dal debito bancario e il vincolo di rifinanziamento di quello a breve rappresentano amplificatori incontrollati degli effetti della crisi;
- la sostenibilità del debito peggiora tendenzialmente: il rapporto tra Mol e valore aggiunto delle imprese, di poco inferiore al 39% nel 2007, si riduce a meno del 33% nel 2012-2013; il rapporto tra debiti e valore aggiunto passa da circa 120% di fine anni Novanta a oltre 180% nel 2008 allo scoppio della crisi (Banca d'Italia, 2013); la crescita dei prestiti bancari, nello stesso periodo, è ancora più accentuata, pur a fronte di un andamento statico degli investimenti e della produzione industriale e ciò a testimonianza di una debolezza strutturale che precede la crisi;
- osservando un campione più specifico (Intesa Sanpaolo, 2013), la quota di imprese con forti segnali di squilibrio finanziario (passivo corrente maggiore di attivo corrente) passa dal 21% del 2010 al 25% del 2012; le imprese con Mol minore degli oneri finanziari passa nel contempo dal 24 al 35%; questi indicatori parziali trovano riscontro nel fatto che la quota di imprese con rating «investment grade» è significativamente più ridotta rispetto a Francia e Germania (Mediobanca, 2013);
- analisi condotte nell'ambito del Fondo Monetario Internazionale (Fmi, 2013) evidenziano l'estensione dell'area di imprese italiane caratterizzate da livelli insostenibili degli indicatori di copertura finanziaria del servizio del debito (Ebit/Of): per il 30% del debito il coverage ratio è inferiore a 1, per oltre il 50% è inferiore a 2, una situazione insostenibile ipotizzando anche solo parziali impegni di rimborso di quote capitale;
- il problema è strutturale, cioè il debito ha una vasta area di insostenibilità anche con ipotesi favorevoli; assumendo

uno scenario ottimistico al 2018 (ripresa economica e normalizzazione dei tassi), si può osservare che rimarrebbe un debt overhang (coverage ratio inferiore a 1) di almeno il 20% del debito totale superiore a quello dei paesi core.

Quanto riportato sopra indica sommariamente un problema diffuso di consolidamento della struttura finanziaria delle imprese, problema che comporta un riassetto dei circuiti di finanziamento e, per quello bancario, la necessità di ridefinirne la dimensione e i contenuti. Nello stesso tempo, gli indicatori di struttura finanziaria sono fortemente correlati alle dimensioni: il dato del leverage aumenta del 40% passando dalle grandi alle micro imprese e l'incidenza del debito bancario aumenta del 24%.

In definitiva, se la struttura finanziaria è un fattore di competitività (sostegno delle strategie di sviluppo e, indirettamente, componente del costo del prodotto venduto), il caso italiano è strutturalmente svantaggiato rispetto ai maggiori competitors europei; entra negli anni della crisi (2008) con il carico massimo di instabilità potenziale, cioè con i fondamentali di finanza aziendale più fragili e con una struttura di sistema finanziario priva di alternative al ruolo delle banche. Guardando in prospettiva, ci si deve porre anche la domanda sulla capacità del sistema di affrontare la fase di ripresa della domanda di finanziamento da parte delle imprese, una volta che le prospettive di ripresa ciclica diventino più stabili e consistenti. Le esigenze di nuovi investimenti può essere stimata nell'ordine dei 100 miliardi, con una copertura massima da accantonamento di profitti per circa 3/4; ne risulta un funding gap di 20/30 miliardi. Potrà il sistema bancario sostenere efficacemente la domanda?

In realtà, la capacità delle banche di assumere rischi sembra destinata a ridursi; la finanza delle imprese richiede la transizione verso un modello più sostenibile (quello attuale non lo è per una parte rilevante); i criteri di finanziamento diventano più selettivi. Una situazione come quella descritta richiede un riequilibrio strutturale della finanza delle imprese e le linee su cui sarà necessario operare sono diverse:

- a. rafforzamento del capitale proprio;
- b. sviluppo dei circuiti di mercato del debito;
- c. riduzione e riqualificazione del debito bancario.

La crisi e il razionamento. Uno dei riflessi della situazione descritta sopra è la difficoltà che si osserva nell'accesso al credito delle Pmi. Il razionamento appare, al tempo stesso:

- a. l'effetto del degrado delle condizioni di finanziabilità delle imprese;
- b. il deleverage messo in atto dalle banche a fronte dei nuovi requisiti di capitalizzazione;
- c. la ricerca di un margine di manovra nella prospettiva dell'Asset Quality Review (Aqr).

C'è da aggiungere che l'effetto finale è probabilmente amplificato rispetto alla somma degli effetti individuali e ciò a causa dell'interazione negativa che si instaura tra i fattori evidenziati. La difficoltà di accesso al credito provoca sia un aumento della probabilità di default (si creano cioè le condizioni che favoriscono il passaggio da una crisi di liquidità al rischio di insolvenza), sia un aumento del costo del debito e un vincolo alla capacità di sostenere lo sviluppo aziendale. Queste condizioni determinano il peggioramento dei rating aziendali e generano ulteriore scarsità di capitale per le banche; aumenta allora la probabilità di un aggravamento della restrizione dell'offerta di credito: una sorta di loop che si autoalimenta.

Il problema è generale e riguarda in senso più ampio il finanziamento a medio-lungo termine di infrastrutture e Pmi: lo dimostra l'attenzione dedicata, oltre che in sede europea, anche da parte del G20 e dell'Ocse. Tuttavia, il caso italiano presenta diverse specificità, prevalentemente in negativo, come la presenza più ampia di Pmi nella struttura produttiva, oltre a quanto già detto sulla struttura finanziaria delle imprese e sugli squilibri del sistema finanziario.

2. Verso la trasformazione del ruolo delle banche

Il ruolo delle banche nel finanziamento delle imprese appare destinato a una trasformazione: da un lato, per il minore peso che esso dovrà avere nel passivo delle imprese; dall'altro lato, per una necessaria riqualificazione dei contenuti quanto a forme tecniche (scadenze e criteri di destinazione) e a valore dei servizi offerti. In quest'ultimo ambito

è ipotizzabile un progressivo potenziamento dei sistemi di garanzia di matrice pubblica, soprattutto per le imprese minori, che di fatto si trovano con esposizioni mediamente al di sopra dei livelli fisiologici di sostenibilità ed escluse da canali alternativi al credito bancario.

Appare altresì necessaria una progressiva evoluzione verso un modello di relationship più concentrato e responsabilizzato, con un ulteriore passo nel ridimensionamento della frammentazione dei fidi multipli. È questo il presupposto per due risultati importanti:

- il rafforzamento dello spessore informativo delle relazioni e della capacità di valutare e monitorare i rischi;
- la sostenibilità dei costi fissi della relazione, soprattutto di quelli legati alle asimmetrie informative.

Un aspetto più specifico della riqualificazione dovrebbe riguardare una rinnovata attenzione alla capacità di selezione del merito di credito. Analisi della Banca d'Italia richiamano la necessità di rifocalizzare, dopo che gli anni della crisi hanno spostato le priorità sul deleverage e sulla allocazione ad attivi liquidabili (titoli di Stato). Si tratta ora di riportare in primo piano la qualità del rapporto banca-impresa e i fondamentali della valutazione/selezione visti come potenziale di sviluppo a medio termine dell'impresa (Panetta 2014).

I processi di valutazione e selezione del credito sono diventati più complessi. In parte questo riflette il maggiore peso della domanda di finanziamento del capitale circolante e alle attività immateriali, rispetto al capitale fisico e, quindi, la necessità di approcci basati sulla previsione dei cash-flow, piuttosto che asset-based (Iif e Bain, 2013). Ma soprattutto sconta l'aumento del rischio di credito e il maggior costo in termini di allocazione del capitale e della liquidità. Nello stesso tempo, l'evoluzione organizzativa delle banche prevede un ruolo sempre più limitato del gestore delle relazioni nei processi di valutazione. Questi ultimi tendono a essere sempre più accentrati e basati su informazioni hard. Quest'ultima circostanza spiega una ulteriore possibile debolezza, legata alla crescente difficoltà di alimentare flussi informativi rilevanti e tempestivi sullo stato di salute delle imprese.

3. Lo sviluppo del mercato del capitale di rischio

Un ruolo crescente del capitale di rischio è essenziale per la prospettiva di consolidamento della struttura finanziaria delle imprese. Il problema presenta vincoli e condizioni permissive sia dal lato dell'offerta (imprese), sia da quello della domanda (investitori). Solo per esemplificare la dimensione del problema, riportare il livello del leverage alla media europea comporterebbe una sostituzione di equity a debito per un ordine di grandezza tra 150 e 220 miliardi (Panetta 2014).

Lo sviluppo dell'offerta. I dati di struttura finanziaria hanno mostrato diversi segni di debolezza per il caso delle imprese italiane; tra questi un livello di leverage più alto e, quindi, l'importanza del rafforzamento del circuito del capitale di rischio. Questa considerazione trova riscontro nei dati di mercato azionario, gravemente deficitari rispetto a qualsiasi confronto europeo. Da un lato, la capitalizzazione della borsa italiana non supera il 20% del Pil (Germania e Francia hanno un livello, rispettivamente, di 2 e di 2,5 volte più alto); negli stessi paesi, le società non finanziarie quotate sono circa 3,5 volte quelle italiane.

A sua volta, l'ampiezza del circuito del capitale di rischio non quotato (private equity e venture capital) in Italia si colloca ai livelli minimi in Europa. Il totale degli investimenti 2012 in Italia è stato pari al 0,086% del Pil, contro una media europea di 3,6 volte e i dati di Germania e Francia pari a 3 volte. Ancora più accentuata è la divergenza per il caso del venture capital in senso stretto: la media europea è 6 volte il livello italiano; Francia e Germania sono, rispettivamente, a 8 e 5 volte (Evca, 2013).

Uno dei problemi di fondo è che aprire il capitale delle imprese al private equity, a maggior ragione al collocamento per la quotazione, è un «cambio di vita» per le aziende, una radicale discontinuità rispetto al regime di proprietà-controllo tradizionale, basato sulla famiglia. Si esce dalla comodità di uno schema prevalente di corporate governance autoreferenziale, con i suoi vantaggi ricorrenti di opacità informativa, discrezionalità decisionale, bassa dialettica di inte-

ressi e assenza di valutazione esterna, per un modello opposto che esaspera l'esposizione al giudizio e alla valutazione e ne accorcia drammaticamente i tempi. Tutto questo ha un costo – prevalentemente non economico – che non tutti gli imprenditori/azionisti ritengono sia compensabile dai vantaggi strategici e finanziari della apertura del capitale e della quotazione.

Se non fosse così, non si spiegherebbe perché le migliaia di società quotabili, rilevate di volta in volta dalle diverse ricerche che si sono susseguite negli anni, non si siano poi materializzate che in misura marginale. In realtà, il punto è quello della verifica più attendibile del campo potenziale delle società target. Più che una generica griglia di fondamentali storici, servono assessment molto più restrittivi incentrati sui drivers di creazione di valore a medio termine e sulla loro confrontabilità con quelli dei competitori rilevanti.

Ma soprattutto non si può dimenticare che nelle situazioni in cui ci sono i requisiti potenziali deve esserci anche la propensione alla rinuncia, da parte dei decisori (imprenditori/azionisti), ai benefici impliciti nel modello di proprietà chiusa. E tale propensione, non di rado, è inversamente proporzionale al livello delle performance, elidendo così a vicenda una quota rilevante di casi.

Tutto questo non significa naturalmente che non ci sia un ampio terreno da coltivare al fine di sviluppare il circuito del capitale di rischio. Si tratta solo di essere realisti e di dimensionare in modo appropriato il beneficio che se ne può trarre e cioè:

- a. non straordinario in termini strettamente finanziari, soprattutto nel caso della quotazione (considerare il prevalere della componente Opv nelle Ipo e il flusso finanziario negativo (nuova raccolta meno dividendi e buyback) del capitale azionario;
- b. più importante sotto il profilo della transizione delle imprese verso modelli di crescita più robusti dal punto di vista strategico e organizzativo.

Resta da riflettere sulle modalità con cui si può accelerare questo percorso virtuoso. Per le imprese di dimensioni medio-piccole, hanno certamente una valenza positiva le

formule di acclimatamento alle regole del mercato, come è stato fatto con il progetto «Più Borsa» (Assogestioni) e altrettanto positivi sono gli interventi basati sugli incentivi economici come l'Ace (Aiuto per la crescita economica) e la ricerca di una maggiore neutralità fiscale rispetto al debito.

Tutto questo è positivo e darà un contributo ai risultati attesi. Tuttavia, non si possono omettere due aspetti di fondo destinati a essere decisivi. Il primo è relativo al fatto che la crescita del circuito di borsa è strettamente associato alla presenza di un adeguato spessore di attività di private equity e venture capital. È questo l'ambito di preparazione e di verifica più attendibile: preparazione delle società a raggiungere gli standard del mercato e verifica della propensione degli azionisti/imprenditori a scegliere la strada del mercato aperto. Il secondo aspetto, strettamente contingente, è la consapevolezza che il vecchio modello di finanziamento non è più sostenibile e che il ruolo delle banche sarà necessariamente riqualificato e ridimensionato nelle quantità. Il post-crisi non riporterà verso il vecchio modello.

I fattori dal lato della domanda. È utile premettere una valutazione di ordine generale alle considerazioni più specifiche e tecniche che potranno poi essere fatte sui singoli aspetti del problema. L'aspetto generale da tenere presente è che la dimensione dell'industria dell'asset management in Italia è relativamente ridotta. La questione rileva poiché l'oggetto delle analisi è lo sviluppo di circuiti di mercato e di strumenti (mid-caps, azioni non quotate, strumenti di debito di emittenti non quotati, ecc.) che elettivamente (anche se non in modo esclusivo) sono propri degli investitori istituzionali.

Un problema di domanda si pone sia per il circuito del private equity e del venture capital, sia per il segmento mid-caps delle società quotate. Analisi recenti hanno cercato di stimare la dimensione potenziale del risparmio a medio-lungo termine canalizzabile verso il capitale di rischio delle imprese (Assogestioni, 2013). In che misura il risparmio istituzionale (assicurazioni, fondi pensione, fondi aperti) può alimentare il fundraising dei fondi di private equity e venture capital?

Sulla base di considerazioni di tipo regolamentare, riferite a tre grandi ambiti del risparmio gestito (fondi aperti, gestioni previdenziali, prodotti assicurativi), il patrimonio potenzialmente allocabile a investimenti illiquidi, comprese quindi le quote di fondi chiusi specializzati nel private equity e venture capital, può essere compreso tra un minimo di 5,5 e un massimo di 11,5 miliardi di euro (Assogestioni, 2013). In parte, la stima può essere corretta in alto per la recente inclusione (legge 21 febbraio 2014, n. 43 che converte il decreto «Destinazione Italia») delle quote dei fondi di credito e dei titoli Abs (Asset based securities) tra le attività ammesse alla copertura delle riserve tecniche. In ogni caso, una buona metà di questi fondi potenziali sarebbero riferibili ai fondi aperti (sottoposti a un limite non stringente del 10%). La dimensione è potenzialmente rilevante, ma è realistico ritenere che non si tratti di una opzione interamente applicabile, soprattutto alla luce del modello operativo che caratterizza la gestione di questi fondi.

Resta il fatto che rendere effettivo questo potenziale non sarà facile, se non considerando misure di accompagnamento e di incentivo. La dimensione del mercato italiano è relativamente limitata: la ristrettezza della borsa fa sì che il segmento cosiddetto mid-caps sia piccolo e quindi che non ci sia nemmeno una vera e propria specializzazione degli investitori istituzionali in questo senso. Nel 2013, i fondi specializzati in mid-caps quotati nella Borsa italiana sono 5 con 180 milioni di asset complessivi (almeno 10 volte tanto in Francia); erano 11 con 900 milioni nel 2005 (Vegas, 2013). Questo dato si colloca nel quadro più generale della ridotta presenza degli investitori istituzionali italiani nel capitale delle società quotate italiane (8%) e della marginalità (1%) dei patrimoni che fanno capo ai fondi azionari con specializzazione Italia (Vegas, 2013).

Su questa base, iniziative come quelle che mirano a creare veicoli di investimento del tipo «fondi di fondi» (Assogestioni, 2013) presentano indicazioni contrastanti: da un lato, hanno il vantaggio di affrontare in modo drastico il tema della diversificazione e quindi della limitazione del rischio per gli investitori; dall'altro lato, presuppongono la presenza nel mercato di una platea ampia di veicoli di investimento

che in realtà non esistono. Certamente, la situazione di paratenza sopra descritta rappresenta un limite sia in termini di potenziale sviluppo del mercato, sia per la funzionalità del mercato (liquidità dei titoli ed efficienza del pricing, coverage degli equity research). E questi sono naturalmente tra i possibili disincentivi alla quotazione.

È significativo osservare che la presenza di limiti strutturali è richiamata anche nelle valutazioni di esponenti di primo piano del settore del risparmio gestito (Giuliani, 2014). L'argomento più forte è quello della mancanza di spazio di mercato per i già pochi fondi specializzati nelle azioni quotate italiane. La prospettiva rimane quella di reindirizzare le risorse e le competenze verso il mondo delle società non quotate, alimentando un circuito di private equity necessario terreno di coltura delle future quotazioni.

Questa situazione si estende, pur con diversa intensità, in ambito europeo. In effetti, è stato ed è oggetto di iniziativa da parte della Commissione il problema del finanziamento a lungo termine dell'economia reale, esposto con particolare intensità alla crisi economica e finanziaria e aggravato dal fatto che i mercati azionari e del debito europei rimangono fortemente segmentati, soprattutto per il caso delle mid-caps. La mancanza di un vero mercato pan-europeo rischia di ostacolare la formazione di una massa critica di emissioni, volumi, investitori adeguata a raggiungere parametri di economicità e di efficienza sostenibili. Ne sono derivate iniziative tendenti ad affrontare i problemi in termini strutturali. Da un lato, si è affrontata una ricognizione estesa delle carenze e delle possibili iniziative al fine di rafforzare il funzionamento dei circuiti di finanziamento a medio lungo termine dell'economia (Commissione europea, 2013).

4. Lo sviluppo del mercato degli strumenti di debito

Come si è ricordato le imprese italiane, salvo un ristretto gruppo tra le più grandi, è strettamente dipendente dal debito bancario. La componente di debito di mercato è poco sviluppata e riguarda marginalmente le società non quotate.

Negli anni della crisi, le imprese maggiori hanno aumentato il ricorso al mercato e sono state anche quelle che hanno potuto corrispondentemente diminuire il debito bancario. Ciò non è avvenuto per le società di dimensione intermedia, che evidenziano emissioni in diminuzione e debito bancario in aumento.

Il credit crunch di questi ultimi anni ha portato a diverse linee di azione finalizzate a favorire lo sviluppo del circuito di mercato del debito a medio-lungo termine anche per le Pmi, cioè di quelle più colpite dal razionamento. I casi che meritano attenzione sono tre:

1. l'emissione di obbligazioni da parte di società non quotate, anche di dimensioni piccole (cosiddetti mini-bond);
2. l'emissione di obbligazioni subordinate partecipative;
3. le formule di securitization.

Si trascurano le cambiali finanziarie meno rilevanti nell'ottica del rafforzamento strutturale della finanza aziendale. Le prime due ipotesi, oggetto di intervento nel cosiddetto «Decreto sviluppo» del 22 giugno 2012, convertito nella legge n. 134/2012, hanno lo scopo di creare le condizioni per aprire alle imprese non quotate un canale di provvista di fondi attraverso l'accesso diretto al mercato dei capitali. Nel caso della securitization, il mercato dei capitali avrebbe un ruolo indiretto nel finanziamento delle imprese, nel momento in cui rfinanzia i portafogli di prestiti alle Pmi delle banche.

Emissione di obbligazioni. Vengono attivati tre livelli di intervento: a) l'attenuazione dei vincoli normativi, b) gli incentivi sul regime di tassazione, c) l'attivazione di un apposito segmento di mercato.

- a. Il limite quantitativo all'emissione di obbligazioni già presente nel codice civile, pari a due volte il patrimonio netto dell'emittente, non trovava applicazione nel caso delle società quotate e per i titoli destinati a loro volta a essere quotati e quanto l'emissione eccedente fosse destinata a investitori professionali. Ora, le innovazioni introdotte prevedono che il limite sia superabile in altri due casi: quello della emissione di obbligazioni convertibili in azioni e quello della emissione da parte di società non quotate, rimanendo il vincolo della quotazione dei titoli

emessi in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione. Si tratta quindi di una condizione permissiva destinata a estendere la platea dei potenziali emittenti, particolarmente vasta con riferimento alle società non quotate in un mercato azionario. È questa la parte più rilevante – nei numeri e nella dimensione economica – del sistema produttivo e quella sottoposta allo stress maggiore del credit crunch.

- b. Gli incentivi fiscali riguardano sia gli investitori che gli emittenti. Nel primo caso, si prevede l'applicazione del regime già in vigore per i «grandi emittenti» (società quotate e banche); nel secondo, si prevede una deducibilità più ampia degli interessi relativi ai titoli quotati. Il decreto «Destinazione Italia» ha poi uniformato il trattamento fiscale delle garanzie sulle obbligazioni, per renderlo uniforme con quello più vantaggioso (imposta sostitutiva) dei prestiti bancari.
- c. La Borsa italiana ha attivato un apposito segmento di mercato (ExtraMot Pro), nell'ambito dell'ExtraMot, riservato agli operatori professionali, segmento nel quale saranno negoziate le obbligazioni. Ciò consentirà anche di adempiere alle condizioni richieste per ottenere i vantaggi fiscali definiti sopra. I requisiti informativi richiesti, sia societari, sia relativi agli strumenti emessi sono previsti in forma alleggerita. Nell'ambito dei meccanismi di mercato sono previsti ruoli integratori di intermediari sponsor (a supporto degli emittenti) e di market maker nell'ottica di sostenere la funzionalità del mercato secondario (liquidità e pricing).

La attivazione di questi interventi ha avuto un riscontro di mercato. Secondo stime preliminari, si ritiene che i volumi possano essere dell'ordine di 20/30 miliardi e le società potenzialmente interessate in un range tra 1.500 (Schirone, 2014) e 4.000 (Vegas, 2013). In termini concreti, a maggio 2014, si registravano una quarantina di emissioni, per un ammontare intorno ai 3 miliardi (Borsa italiana). Prevalentemente si tratta tuttavia di emittenti non quotati che, per dimensioni, non corrispondono proprio all'ipotesi dei minibond (8 emittenti concentrano oltre il 90% dei collocamenti). Naturalmente nulla di negativo in questo. Rimane

comunque aperto il punto dell'accessibilità a questo circuito di mercato da parte delle Pmi, quando nei grandi numeri la dimensione aziendale corrisponde a un taglio di emissione ridotto, con ovvi problemi di costi fissi, di rating e di illiquidità. In effetti, a una prima analisi, le operazioni sono fortemente eterogenee per dimensione (da 1,5 milioni a 600 milioni), per condizioni (cedole dal 3 al 9%). Ma questo è comprensibile; il mercato si deve assestare intorno a standard via via riconosciuti.

Si considera la possibilità che il funzionamento di questo circuito di finanziamento possa trarre vantaggio sia dal fatto che i minibond possano essere messi a garanzia dei covered bond ed essere oggetto di securitization, sia dalla presenza di appositi fondi chiusi, specializzati negli strumenti di credito (closed-end credit funds). A inizio 2014, si parla di 22 fondi specializzati (*Il Sole 24 Ore*, 9 gennaio 2014), con un potenziale di funding di 4 miliardi. Ci sarà da verificare la concreta fattibilità nel momento del fundraising: i limiti di dimensione e di liquidità del mercato e di vincolo alla possibilità di diversificazione rendono probabilmente solo in parte appetibile l'opzione per gli investitori istituzionali.

Emissione di obbligazioni subordinate e partecipative.

Si tratta di uno strumento ibrido, tra capitale e debito, caratterizzato normalmente da una clausola di rendimento (costo) che prevede:

- a. una componente fissa determinata in modo da essere nell'intervallo al di sopra del tasso di riferimento e al di sotto dei tassi di mercato;
- b. una componente variabile, definita in funzione del risultato economico conseguito dall'emittente, secondo criteri misurabili e prestabiliti.

L'articolazione della clausola di remunerazione nelle due componenti crea il vantaggio di rendere il costo per l'emittente flessibile rispetto ai risultati aziendali:

- si riduce nel corso delle fasi negative e di carenza di risorse a copertura;
- funziona come debito, cioè con gli oneri finanziari di norma non imponibili;
- assume caratteristica di capitale, nel senso che è subordinato agli altri debiti.

Il caso della securitization.

Quali sono i vantaggi. La rinascita del circuito delle operazioni di securitization è ormai da qualche tempo considerata da Banca Centrale Europea (Bce) e Commissione europea come una delle leve di intervento importanti per mitigare il problema dell'accesso al credito delle Pmi. In pratica, si tratta di rifinanziare pacchetti di prestiti attraverso il collocamento sul mercato obbligazionario di titoli Abs. Il ruolo della Bce è legato anche alla possibilità che tali Abs siano tra i titoli stanziabili dalle banche per il rifinanziamento. Interventi recenti della Bce hanno allargato le maglie di questo canale (rating più basso e minore haircut), anche se la dimensione permane non straordinaria.

Dal punto di vista delle banche creditrici, il processo di securitization rende possibile lo svolgimento di una scala di attività significativa, di far valere la capacità di origination, senza dover mettere interamente a carico del proprio bilancio gli asset e i relativi rischi. In linea di principio, si sostituisce un portafoglio di crediti a bilancio con un'attività di servizio. Il portafoglio di crediti rappresenta la copertura dell'intera catena delle attività del processo del credito: dall'origination, alla raccolta dei fondi necessari, alla gestione e copertura dei rischi, alla gestione della relazione di clientela. Nella versione più radicale, la securitization sposta fuori dal bilancio della banca le funzioni di raccolta dei fondi e di gestione e copertura dei rischi. Le imprese finanziate i cui debiti sono oggetto di securitization possono usufruire di vantaggi di costo corrispondenti al vantaggio di liquidità per la banca. Gli investitori possono accedere a titoli obbligazionari attrattivi in termini di rischio-rendimento. In teoria, quindi, l'operazione di securitization permette una redistribuzione dei rischi verso il mercato dei capitali e allarga la dimensione del funding disponibile. I benefici complessivi dell'operazione richiedono che i costi operativi connessi alla sua strutturazione siano inferiori alla differenza tra il rendimento del portafoglio di prestiti titolarizzato e il rendimento delle obbligazioni emesse per trasferire il portafoglio stesso dalla banca al veicolo speciale.

Quali sono gli ostacoli. Il problema generale è che la securitization soffre di pessima reputazione, a causa del ruolo

avuto nella crisi finanziaria del 2008. In questo non si distingue tra operazioni di buona qualità e trasparenti e, soprattutto, il fatto che il rischio (perdite) dei titoli Abs europei è stato trascurabile (inferiore al 2%), rispetto al caso americano. Diverse iniziative anche sul piano informativo e della trasparenza ai fini di una piena valutazione da parte degli investitori sono state prese, ma i risultati non sono per ora sufficienti. Resta poi la considerazione, ben più importante, che nella fissazione delle regole di ponderazione per il rischio degli investimenti in Abs, si è adottata una ipotesi di probabilità di perdita più vicina alla esperienza americana. E questo per ora basta a mettere fuori gioco la ripresa del mercato.

La possibilità di costruire uno schema di securitization efficiente è legata a diverse condizioni:

- a. i prestiti oggetto di pooling devono essere sufficientemente omogenei quanto a termini contrattuali (scadenza, procedura di rimborso, garanzie) e quanto a standard di accettazione/rifiuto da parte delle varie banche;
- b. i sistemi informativi di supporto devono consentire di operare le valutazioni di performance (probabilità di default, tasso di recupero, ecc.) nei diversi scenari rilevanti;
- c. dati di esperienza sulle performance dei portafogli di prestiti alle imprese;
- d. presenza di un mercato dei capitali di spessore adeguato ed esperienza di collocamento.

In una certa misura, i limiti presenti nelle condizioni sopra richiamate possono essere compensati da forme di credit enhancement, come ad esempio schemi di garanzia, come quelli applicati nella esperienza statunitense della Small Business Administration (Sba) (Federal Reserve System, 2012). È ovvio che, quanto più pesano queste forme di garanzia e i relativi costi, tanto meno convenienti potranno essere le operazioni. Il caso dei prestiti alle Pmi è tra quelli in cui l'ostacolo è più forte. È utile notare che la quota più importante dei prestiti a Pmi oggetto di securitization negli Stati Uniti gode della garanzia della Sba; il fatto di rientrare in ambito Sba spiega poi la presenza di requisiti di omogeneità e di informazione nei prestiti (Federal Reserve System, 2012).

Leader italiano nella gestione del credito

Italfondionario è punto di riferimento di Banche, Istituzioni finanziarie, Aziende pubbliche e private per la gestione in outsourcing di crediti finanziari e commerciali, performing e non-performing.

Italfondionario è per dimensione, presenza sul territorio, livello organizzativo ed expertise il referente ideale per la gestione di:



Ogni fase di vita
del credito



Ogni tipologia
di credito



Tutti i diversi
mercati del credito



Attività di valorizzazione
e remarketing di asset
immobiliari



ITALFONDIARIO S.p.A
Via Mario Carucci, 131
00143 Roma
www.italfondionario.com



ITALFONDIARIO
The Credit Management Company

L'importanza della securitization come strumento di sostegno dei circuiti di finanziamento, in particolare delle Pmi, come si è detto, è largamente riconosciuto, a cominciare dal livello delle istituzioni europee. Questo è vero anche nel caso delle self-securitization, per quanto si tratti di fondi originati dal canale di rifinanziamento della Bce, piuttosto che dal mercato dei capitali. Non si tratta quindi di un'operazione di mercato in senso stretto, con un pricing effettivo; tuttavia, alimenta un flusso di fondi verso le banche e, potenzialmente, allarga la loro capacità di lending.

La securitization in senso pieno, rispetto alla self-securitization, al di là degli effetti di liquidità, presenta il vantaggio fondamentale di consentire una redistribuzione del rischio sulla base più ampia degli investitori del mercato dei capitali. Questo risultato non è evidentemente possibile quando le obbligazioni originate esauriscono la loro funzione come titoli stanziabili presso la banca centrale.

Le operazioni sopra richiamate hanno effetti sull'economia reale a condizione che i fondi generati dal mercato primario siano destinati dalle banche alla concessione nuovi prestiti alle Pmi. Il caso sarebbe diverso se le operazioni avessero uno scopo di rafforzamento del livello di capitalizzazione (trasferimento di rischi a parità di capitale disponibile) e/o di miglioramento della situazione di liquidità (sostituzione di prestiti con attività negoziabili e liquide).

Lo schema base della securitization ha effetti di più ampia portata come l'ampliamento del circuito di finanziamento attraverso il mercato e la redistribuzione dei rischi. Nello stesso tempo, tuttavia, l'operazione presenta condizioni di fattibilità più restrittive, nel senso che deve rispettare le aspettative degli investitori. È ragionevole pensare che la propensione per la securitization non di mercato (del tutto prevalente negli ultimi tre anni) trovi alimento nella abbondante liquidità disponibile presso la Bce e nel vantaggio di operare senza competizione.

I fondamentali economici. L'operazione è sostenibile se il differenziale tra rendimento atteso sui prestiti trasferiti e costo delle obbligazioni emesse per il loro acquisto è sufficiente a coprire i costi complessivi (credit enhancement, fees di origination e di underwriting, costi operativi) della strut-

turazione dell'operazione. Negli ultimi anni, in generale, i tassi attivi applicati sono tenuti bassi dalla politica monetaria permissiva e dalle politiche di pricing delle banche in una ottica di relazione. Nello stesso tempo, i rendimenti attesi delle obbligazioni corporate incorporano ancora un premio al rischio non trascurabile per il permanere della situazione di incertezza sulla ripresa della crescita. Le basi per la fattibilità economica, in termini di puri requisiti di mercato, sono quindi piuttosto limitate.

Lo scenario potrebbe essere destinato a cambiare con il consolidamento della ripresa, destinata a riassorbire la liquidità abbondante e a rimettere al rialzo il ciclo dei tassi. Nello stesso tempo, le condizioni di cautela con cui gli investitori vedono il rischio corporate sarebbero attenuate. In ogni caso, le prospettive di un mercato europeo della securitization sembrano legate a due condizioni principali. La prima è quella della revisione delle regole in materia di capitalizzazione e di liquidità, per renderne accettabile l'investimento da parte di banche e assicurazioni. La seconda è che devono svilupparsi ulteriormente i meccanismi di trasparenza e di credit enhancement come quelli promossi nell'ambito della Banca Europea degli Investimenti.

Nella riunione del 5 giugno 2014, il Consiglio direttivo della Bce ha fatto ulteriori passi sulla strada già intrapresa in favore della ripresa del mercato della securitization. Si tratta della decisione di accelerare la predisposizione delle condizioni operative per poter svolgere interventi di acquisto a titolo definitivo sul mercato delle Abs. L'ottica è di rendere più efficace la trasmissione della politica monetaria, facendo leva sul ruolo che il mercato delle obbligazioni cartolarizzate può avere nel canalizzare il credito verso l'economia reale.

Nell'annuncio della decisione (Bce, 2014), sono espressivi i riferimenti alla necessità di poter contare sulla correzione dei vincoli regolamentari e, nello stesso tempo, di avvantaggiare i requisiti di semplicità e di trasparenza dei titoli oggetto dell'intervento della Bce. Questo del resto è strettamente conseguente ai risultati emersi dalle analisi svolte in modo concertato da Bank of England e Bce e dedicate alla osservazione delle cause della inadeguatezza del mercato

delle Abs e delle linee di azione da intraprendere per risolverne il ruolo (Bank of England, European Central Bank, 2014a e 2014b).

5. Conclusioni

Sono state passate in rassegna diverse possibili soluzioni per sviluppare e consolidare l'accesso delle imprese, in particolare delle Pmi, alle fonti di finanziamento. In diversi casi, si sono evidenziati limiti e difficoltà operative che mettono in dubbio l'efficacia delle soluzioni stesse. Quali sono dunque le prospettive?

- Nel breve-medio termine, il credito bancario continuerà a essere la componente principale del finanziamento esterno delle imprese; è realistico pensare che, con il consolidamento dei segnali di ripresa economica e superata la fase critica dell'Aqr, le banche potranno tornare con maggiore forza sul mercato, recuperando in gran parte la riduzione netta dei prestiti del periodo 2013-2014.
- Gli strumenti innovativi di funding (mercati del capitale di rischio e di debito, securitization) potranno svolgere un ruolo importante come segnale di cambiamento in atto; in termini effettivi, l'impatto non potrà essere né immediato, né consistente in ragione della maturazione necessariamente progressiva dei meccanismi integratori dei nuovi circuiti e della vischiosità nella propensione degli operatori. In questo senso, sarà importante soprattutto osservare la disponibilità delle imprese ad avvalersi delle innovazioni proposte dal mercato.
- La sostanza è che la leva principale per riattivare il circuito di finanziamento delle Pmi rimane quella del rafforzamento dello stato di salute delle banche, dal consolidamento patrimoniale alla liberazione dal peso delle sofferenze. Tuttavia, un sistema bancario uscito rafforzato dalla crisi finanziaria, come è nelle aspettative, dovrà essere decisamente orientato a promuovere una progressiva disintermediazione creditizia, propedeutica alla affermazione dei circuiti di mercato. In questo passaggio vi è la

possibilità di acquisire in modo permanente i vantaggi attesi dal cambiamento: bilanci bancari più sostenibili per la diversificazione del rischio corporate, ruolo crescente delle banche nei servizi di corporate finance, finanza aziendale più solida e compatibile con strategie di crescita delle imprese.

Bibliografia

- Assogestioni** (2013), *L'industria del risparmio gestito e il finanziamento delle Pmi*, position paper, giugno.
- Banca Centrale Europea** (2014), *Comunicato stampa*, 5 giugno.
- Banca d'Italia** (2013), *Relazione Annuale sul 2012*, Roma, 31 maggio.
- Bank of England, European Central Bank** (2014a), *The Impaired Eu Securitisation Market: Causes, Roadblocks, and How to Deal with Them*, 11 April.
- (2014b), *The Case For Better Functioning Securitization Market in the European Union. A Discussion Paper*, May.
- Commissione europea** (2013), *Il finanziamento a lungo termine dell'economia europea*, Libro Verde, Bruxelles, 25 marzo.
- Evca** (2013), *2012 Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity*, May.
- Federal Reserve System** (2012), *Report to the Congress on the Availability of Credit to Small Businesses*, September.
- Giuliani P.** (2014), «Intervista», in *Corriere della Sera*, 24 marzo.
- Gobbi G.** (2013), *Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva degli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali*, VI Commissione Camera dei Deputati (Finanze), Roma, 16 ottobre.
- Iif, Bain** (2013), *Restoring Financing and Growth to Europe's Smes*.
- Imf** (2013), *Global Financial Stability Report: Challenges to Stability*, Washington, October.
- Intesa Sanpaolo** (2013), «Economia e finanza dei distretti industriali», in *Rapporto annuale*, n. 6, Servizio Studi e Ricerche, Milano, dicembre.
- Mediobanca Unioncamere** (2013), *Le medie imprese italiane 2002-2011*, Roma, 7 novembre.
- Panetta F.** (2014), *A Financial System for Growth*, The Adam Smith Society, Milano, 27 gennaio.
- Schirone G.** (2014), *Finanziamento della crescita e minibond: il problema e una possibile (parziale) soluzione*, Prometeia Advisory Sim, gennaio.
- Vegas G.** (2013), *Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva degli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali*, VI Commissione Camera dei Deputati (Finanze), Roma, 22 ottobre.
- Visco I.** (2013), *Considerazioni finali*, Relazione Annuale della Banca d'Italia sul 2012, Roma, 31 maggio.