

FINANZIAMENTI

CREDITO ALLE IMPRESE

Minibond, partenza con cautela

Nonostante il Quantitative easing della Bce, la liquidità non circola. E le Pmi soffrono ancora la stretta creditizia. Ecco perché i nuovi fondi possono essere vincenti. Se...

GLORIA VALDONIO

La buona notizia è che finalmente siamo fuori dalla metafora (quello del tunnel della recessione), e cioè che abbiamo faticosamente imboccato la strada della ripresa. Anche perché non è possibile che il vagone Italia (unico paese dell'Unione europea al terzo anno consecutivo di recessione) non prenda la stessa direzione del treno-Europa.

La notizia cattiva è che la liquidità immessa con il massiccio programma di Quantitative easing della Banca centrale europea (che prevede acquisti fino a 60 miliardi al mese), è sì abbondante, ma non circola, cioè non fornisce ossigeno alle aziende, che hanno enormi disavanzi e oggi più che mai la necessità di investire su prodotto e innovazio-

ne. Ma perché questa massa di denaro è incagliata nei bilanci delle banche? E come far confluire consistenze bancarie e risparmio privato sull'economia reale?

Valanga regolamentare

Per quanto riguarda il sistema bancario la ragione principale è che erogare credito oggi costa molto a livello di capitale. Pesano anche gli investimenti "prudenti" fatti dal sistema con ben 400 miliardi di titoli di Stato attualmente nei bilanci delle banche. Il tema è stato trattato recentemente dal Setto Forum Banca e Impresa, tenutosi a Milano nella sede del *Sole 24 Ore* e dedicato ai mercati di capitali e al credito alle imprese finalizzate alla crescita. «Le banche», ha



spiegato **Gennaro Casale**, partner di Boston Consulting Group, «sono oggi iperegolamentate. E mentre butta un fiume di liquidità sul mercato, la Bce limita l'attività delle banche». Casale parla di «valanga regolamentare» con «ben cento normative da attuare da qui al 2020 e la necessità per ogni singolo istituto di credito di realizzare da 200 a 300 milioni d'investimenti con un impatto devastante su governance e management».

«Purtroppo stiamo assistendo a una fase di forte disintermediazione del mondo bancario, proprio quando sarebbe necessario stimolare le banche a fare un lavoro di scouting sulle imprese italiane», commenta **Marcello Magro**, partner di Pedersoli & Associati.

Stante la situazione sembra giunto il momento per un decollo dei capitali di rischio così da avvicinare l'Italia al mondo anglosassone, dove ben il 70% del fabbisogno di capitali delle imprese è fornito dal mercato e solo una minima parte dalle banche, contro una quota prossima all'80% fornita dalle banche alle pmi in Italia. Per **Andrea Beltratti**, professore alla Bocconi e presidente di Eu-

rizon Capital, «si deve andare verso una forte riduzione del gap fra mercato anglosassone e mercato dell'Europa continentale. Nel primo il mercato finanzia circa l'80% del debito aziendale, mentre in Europa solo il 20%. Coerentemente con un ruolo più centrale del mercato, negli Stati Uniti i titoli azionari hanno avuto nell'ultimo secolo un rendimento più elevato rispetto a quello dei paesi continentali, dando vita a un mercato molto più efficiente e a una maggiore protezione degli azionisti».

Shadow banking

Lo spazio per lo sviluppo di quello che viene definito shadow banking, cioè l'insieme di intermediari finanziari non bancari, c'è tutto ed è da lì che arriveranno, secondo gli esperti, i finanziamenti a medio-lungo termine per le imprese finora appannaggio delle banche. I minibond, emissioni da 10 a 40 milioni di euro rivolte a investitori istituzionali, sono una delle risposte alla disintermediazione bancaria.

«Il minibond», spiega **Marco Rosati**, amministratore delegato di Zenit sgr, un fondo indipendente dedicato proprio ai minibond, «è adatto a finanziare progetti a 5/6 anni, progetti che devono essere però credibili e profittevoli».

«Va sottolineato che il minibond ha una funzione progettuale e subentra a un piano industriale per rimodulare le fonti di finanziamento», aggiunge **Fabrizio Vismara**, partner di Curtis, Mallet-Prevost, Colt & Mosle LLP. «L'utilizzo del denaro raccolto con i minibond è vario: alcune società finanziano la crescita interna e l'innovazione del prodotto, altre fanno acquisizioni all'estero. Troppo spesso purtroppo i minibond sono stati utilizzati per scopi im-



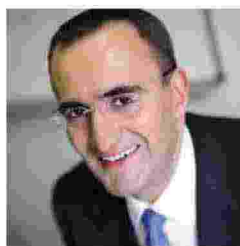
PIÙ MERCATO

Per **Andrea Beltratti**, presidente di Eurizon Capital, «si deve abbassare il gap tra il mercato del credito anglosassone e quello del resto d'Europa»



CAPITALI OFFRESI

Deutsche Bank cerca «dieci aziende con una leva finanziaria tra il 4 e il 5% da accompagnare sul mercato», spiega **Flavio Valeri**, chief country officer in Italia



TROPPE REGOLE

Gennaro Casale, partner di Boston Consulting Group, nota che «mentre la Bce immette liquidità sul mercato, limita in parallelo l'attività delle banche»

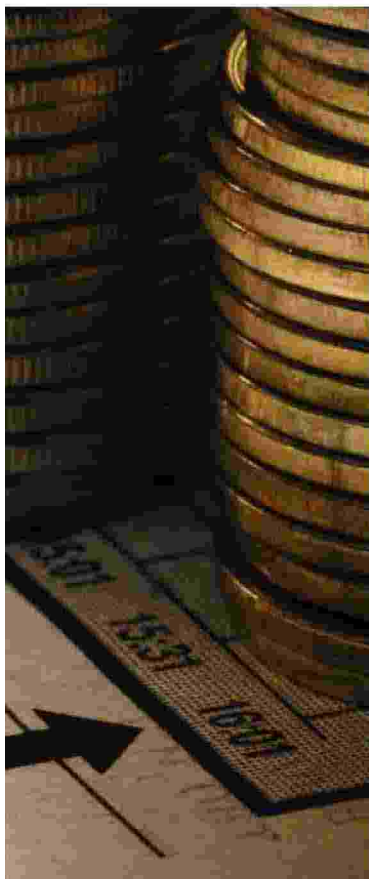


FALSA PARTENZA

Per **Vittorio Ogliengo**, responsabile Cib di Unicredit, «per far decollare i minibond è necessario anche un sistema di ripartizione del rischio»

propri, come ristrutturare un debito, aggravando in questo modo la situazione patrimoniale dell'impresa».

«Il minibond, e in prospettiva ancora di più i fondi di credito, sono uno strumento utile per finanziare la situazione fisiologica dell'azienda che vuole crescere, non quella patologica dell'azienda in difficoltà», sottolinea ancora Beltratti. Il target preferito per



In Italia l'80% del fabbisogno di capitali è fornito dalle banche

FINANZIAMENTI

CREDITO ALLE IMPRESE

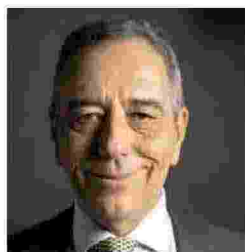
SEGNALI NEGATIVI

Marcello Magro, partner di Pedersoli & Associati, sottolinea che «siamo in una fase di forte disintermediazione del mondo bancario»



ECCO IL TARGET

Secondo Marco Rosati, amministratore delegato del fondo Zenit, «i minibond sono adatti a finanziare progetti a 5 o 6 anni»



OBIETTIVI CERTI

Fabrizio Vismara, partner di Curtis, denuncia che «troppo spesso i minibond sono serviti a scopi impropri, come ristrutturare un debito»



queste operazioni sono aziende con fatturati da 25 a 500 milioni, cioè quelle imprese che stanno tra il segmento tuttora dominato dalle banche e le cosiddette multinazionali tascabili che non hanno difficoltà a reperire capitali.

«Sono queste le aziende che dobbiamo accompagnare sul mercato», dice **Flavio Valeri**, responsabile Italia di Deutsche Bank, «in questo momento ne stiamo cercando dieci con una leva finanziaria (o indice di indebitamento) tra il 4% e il 4,5% per fare emissioni di private placement».

Secondo **Pietro Paletto**, responsabile del Fixed Income Markets del London Stock Exchange, solo la Borsa può offrire un valore aggiunto e dare carburante alla categoria dei minibond, e il programma Elite di Borsa Italiana (che prevede un percorso di crescita e formazione alle aziende per andare sul mercato) può essere il migliore vettore. «Dieci società inserite nel programma Elite

bilanci aziendali, sono stati emessi solo 56 minibond per 582 milioni (soprattutto dalle utility), molti dei quali con consistenze minime da 0 a 2 milioni.

La ragione di questa falsa partenza del minibond è rappresentata dalla loro scarsa liquidità nonostante i rendimenti siano decisamente allettanti: tra il 4 e il 15%. «Per farli decollare veramente è necessario, oltre a un mercato di scambio, un sistema di ripartizione del rischio. Si potrebbero cioè creare veicoli che investano in minibond e che a loro volta emettano titoli» dice **Vittorio Ogiengo**, responsabile Corporate e investment banking Italy di Unicredit. «Attraverso Pioneer stiamo facendo partire un fondo che investe in mini bond, con tagli interessanti a partire da 10 milioni di euro».

Secondo Beltratti per allargare il parterre degli investitori è necessario creare più fondi destinati a investitori istituzionali che raccolgono minibond con un target di ren-

dimento emesso minibond», spiega Paletto: «Ferrarini e Zara, per esempio, hanno fatto questa operazione per accompagnare e finanziare la loro campagna pubblicitaria».

Nuovi fondi

Nuovi prodotti sono molto graditi agli investitori i quali, con il denaro prossimo allo zero, non sanno più su cosa puntare. Ma qual è lo stato dell'arte nel settore? Lo strumento del minibond, che ha preso vita con il governo Monti ed è stato specificato con il decreto Destinazione Italia del governo Letta, con 110 emissioni in due anni, è uno strumento destinato a crescere. Secondo gli esperti offre le migliori opportunità di finanziamento alle piccole e medie imprese che in Italia assorbono l'80% dell'occupazione. Alcuni operatori arrivano ad affermare che i minibond avranno un effetto dirimente e saranno loro a frantumare il monopolio bancario del credito. Ma in un anno di attività, nonostante la stretta creditizia e le sofferenze dei

Project bond per le grandi opere

Per gli esperti la miscela vincente per l'economia italiana è costituita dalla Bad Bank (veicolo per operazioni di m&a), dai minibond e dai project bond. Questi ultimi sono strumenti di lungo termine, illiquidi, tagliati su misura per finanziare grandi progetti di infrastrutture, per definizione rivolti soprattutto ai fondi pensione che hanno necessità di tenere in portafoglio investimenti di lungo periodo. «Analogamente ai minibond, i project bond si inseriscono in un contesto di disintermediazione di quello che fino a oggi è stato l'attore principale delle infrastrutture, e cioè lo Stato», spiega Fabrizio Vismara. «Lo Stato italiano ha infatti raggiunto il massimo del debito emesso e il rischio delle grandi opere oggi deve far capo agli investitori privati. Il project bond da 600 milioni di euro per l'autostrada Brescia-Padova ha ricevuto richieste tre volte superiori, ma solo un terzo delle richieste è arrivata da entità italiane, mentre due terzi dall'Europa continentale». Come per i minibond, c'è appetito per investimenti di lungo termine, ma ancora poco coraggio.

dimento tra il 4 e il 15%. «Per i fondi le aziende target hanno un fatturato tra 10 e 500 milioni, un Ebitda positivo e conti trasparenti», ribadisce. Non è proprio la fotografia delle pmi italiane. «Se un fondo ha uno o due default fallisce», dice ancora Beltratti.

La conferma arriva da Rosati. «C'è una prateria da esplorare, ma purtroppo il tessuto industriale italiano è caratterizzato da micro aziende sottocapitalizzate e negli ultimi due trimestri ben il 78% delle emissioni molto magre, tra 2 e 3 milioni». Valeri aggiunge un altro elemento di criticità: «Questo tipo di finanziamento costa molto rispetto al credito bancario e gli istituti di credito diventeranno più aggressivi a causa di credito a tasso zero concesso dalla Bce». Insomma: la sfida è aperta sia per il banking, sia per lo shadow banking. ➤

Finora emessi 56 minibond per 582 milioni