

# Finanziamenti: ora c'è qualcosa oltre le banche

Il credit crunch e le recenti normative aprono la strada a nuovi erogatori di prestiti. Primi tra tutti i minibond, che sono già entrati nelle mire di sgr e fondi pensione

■ ALBERTO MAZZA

Sconfiggere il credit crunch ampliando il numero dei finanziatori e svincolando il credito dal circuito bancario tradizionale. È questo l'obiettivo che, in questi anni, ha portato il legislatore a dare l'ok a strumenti alternati-

vi (come i minibond, autorizzati in due riprese nel 2012) e ad aprire a nuovi soggetti esterni al mondo bancario (come le assicurazioni).

La logica di questi interventi è ben chiara: se si blocca il razionamento del credito, si fa ripartire

l'economia. E se riparte l'economia, si innesca un circolo virtuoso per tutti.

Mentre il possibile coinvolgimento strutturale di compagnie assicurative e altre new entry del finanziamento è ancora in dubbio



(e, comunque, non avverrà a breve termine) i minibond si stanno gradualmente diffondendo. Le imprese iniziano a conoscerli, li cercano, valutano la possibilità di coinvolgerli per cercare capitali. E, dall'altro lato, le sgr hanno già proposto fondi di investimento in questi strumenti. Non solo: ora si muovono i fondi pensione o le casse di previdenza.

Questo trend è destinato ad ampliarsi? Quali sono i passi da compiere, dal punto di vista tecnico, per entrare in questo settore? E quali i rischi e le problematiche di asset allocation? A queste domande ha cercato di rispondere il convegno *Fondi pensione, Casse di previdenza e sistema Paese: i minibond*, organizzato a Roma da Aiap e dall'università di Parma

### STRUMENTI ALTERNATIVI

A sottolineare la situazione paradossale in cui versa il credito alle imprese ci ha pensato, in apertura di convegno, **Olivier Rombaut**, presidente di Mazars Italia. «In questo periodo storico di sovrabbondanza di liquidità sui mercati, sembra perlomeno illogico che le aziende – specialmente di medie dimensioni – fronteggino ancora ostacoli per accedere al credito bancario. Questa situazione trova in parte la sua origine nelle regole prudenziali per le banche, che mettono in relazione le loro capacità di erogazione di credito al loro patrimonio. In parallelo a questo, viviamo anche un periodo di rendimenti bassi come mai - se non addirittura

negativi», prosegue Rombaut, ricordando il recente lancio di un'emissione privata, che è a suo modo nella storia: si è trattato, infatti, della prima con *yield* negativo.

«Questo periodo vede quindi gli investitori di fronte a nuove sfide per la ricerca di rendimento, come i fondi pensione e le casse di previdenza», ha proseguito il presidente di Mazars Italia. «Le misure adottate del governo hanno aperto a nuovi scenari per gli investitori istituzionali come per le aziende. Tra questi rientrano strumenti come i minibond e i fondi di *private debt*. Naturalmente, in questi processi, l'informazione finanziaria è centrale, e deve essere «trasparente e esauriente: da questa dipende la fiducia degli stakeholder nei con-

POTENZIALITÀ  
Il convegno  
**Fondi pensione,  
Casse di previdenza e  
sistema Paese:  
i minibond**  
si è interrogato sulle  
nuove opportunità dei  
minibond e  
il loro utilizzo  
all'interno  
degli strumenti  
pensionistici



## ELEMENTI TECNICI

**Secondo i relatori del convegno, gli investitori previdenziali dovranno approfondire gli elementi tecnici, i rischi e le problematiche di asset allocation dei fondi in minibond. A fianco, il tavolo dei relatori**



fronti degli imprenditori, e più in particolare da chi è chiamato a finanziare l'azienda - come le banche e tutte le categorie di investitori. In un mondo sempre più aperto e rapido, caratterizzato dal predominio dell'informazione sulla relazione, vince chi meglio riesce a fornire informazioni efficaci per una buona comprensione dell'azienda, delle sue operazioni come dei suoi piani, dei suoi flussi e risultati».

### PROBLEMI GIURIDICI

Informazione completa e trasparente, dunque. Soprattutto in virtù del fatto che, per un'impresa piccola o media, emettere un minibond non è una passeggiata. Ci sono, infatti, adempimenti giuridici, economici, organizzativi. Dei problemi legali ha parlato **Alessandra Fiorelli**, avvocato del Foro di Roma. «Sono vari i requisiti da soddisfare», sostiene, «che generalmente si riferiscono alla tenuta e stabilità del mercato, alla tutela degli investitori e al rispetto della trasparenza societaria delle Pmi emittenti. In qualsiasi caso, comunque, i minibond non potranno mai essere considerati strumenti di ristrutturazione di un debito già esistente dell'azienda».

Sono poi intervenute due normative (i decreti *Destinazione Italia e Crescita e Competitività*) per intro-

durire ulteriori incentivi di natura fiscale: non si applicano né la ritenuta del 20% sugli interessi e gli altri proventi, né quella del 26%, sempre sugli interessi e i proventi con determinate caratteristiche, mentre si riconosce un credito d'imposta). C'è stato spazio anche per misure in grado di «coinvolgere assicurazioni e fondi previdenziali a investire in mini-bond». E non è ancora tutto. Il decreto ministeriale che ha attuato la manovra economica 2011 ha intro-



### NESSUNA RISTRUTTURAZIONE

**«I minibond non potranno mai essere considerati strumenti di ristrutturazione di un debito già esistente dell'azienda», ha chiarito Alessandra Fiorelli, avvocato del Foro di Roma**

ne, «misure per regolamentare l'investimento delle risorse finanziarie in minibond, i possibili conflitti di interesse e il rapporto con lo stesso depositario dei fondi pensione». E quindi? «Quindi, la normativa così delineata richiede un attento e puntuale esame sull'opportunità dell'investimento. Un esame che riguarda, in particolare, l'analisi dei rischi, la *due diligence* e gli obiettivi di business plan. Rende, inoltre, meno onerosa l'accensione di garanzie accessorie, poiché viene facilitata l'emissione di obbligazioni in forma *secured*. Infine, si è favorita la costituzione di fondi specializzati o di società di cartolarizzazione, che hanno l'obiettivo di sostenere l'aggregazione professionale di portafogli di minibond. Da offrire al mercato dei capitali per aumentare la quota di investimenti dei soggetti istituzionali».

«La normativa è favorevole alle emissioni», ha aggiunto **Claudio Cacciama- ni**, professore ordinario di Economia degli intermediari finanziari all'università degli studi di Parma, «ma si pongono possibili elementi di elusione. Il problema della liquidità dell'investimento, con rimborso a scadenza, è note-

volmente migliorata con le ultime misure di *quantitative easing* della Bce, che ha ammesso anche i minibond tra le attività rifinanziabili. Questo rende uno strumento interessante per investitori istituzionali, pensionistici e previdenziali. Per questi ultimi, si tratta di un'occasione di investimento da valutare con grande favore, ma anche con attenzione».

Infatti, secondo Cacciamani, «se i rendimenti sono sicuramente interessanti in periodi come quelli attuali e futuri caratterizzati da tassi molto tenui, non sono ancora percepiti in pieno i rischi di controparte, dato che le emissioni sono ancora recenti». Recenti, sì, dato che le prime sono datate 2012: da quell'anno ce ne sono state «179, per un volume complessivo di 7,9 miliardi di euro. Peralto, il mercato si sta ampliando per tipologie, aree geografiche e qualità di emittenti. Da parte loro, tuttavia, le imprese non possono più navigare "a vista", dato che il minibond implica anche una finalizzazione precisa dell'impiego dei capitali e dei tempi e modi del rimborso. L'emissione di un minibond comporta una vera e propria catena del "valore" finanziario, con vari soggetti che intervengono: advisor, certificatori, sgr e fondi di investimento, investitori finali, tipicamente istituzionali pensionistici e previdenziali. Di qui, la necessità di comunicare al meglio gli obiettivi aziendali e la finalizzazione delle somme».

## DIVERSIFICAZIONE

Ma quali sono i problemi incontrati dai minibond nei loro primi anni? E come sono cambiati? Se ne è discusso nel corso di una tavola rotonda, moderata da **Anna Messia** (giornalista di *MilanoFinanza*) a cui hanno partecipato **Paolo Balice**, presidente dell'Aiaf, **Florian Schwienbacher**, direttore generale di Pensplan invest sgr, **Daniele Colantonio**, responsabile marketing e sviluppo prodotti di Anthilia sgr, **Graziano Novello**,

responsabile finanza di impresa di Banca Sella, **Teresa Greco**, direttore responsabile del Fondo pensione Brebanca, **Marco Barlafante**, direttore generale di Prevaer fondo pensione, **Enrico Cibati**, dirigente di Cassa Forense, **Gianfranco Di Vaio**, senior economist di Cassa depositi e prestiti, **Luigi Ballanti**, direttore generale di Mefop, e **Fabrizio Bencini**, partner di Kon e Mazars. Che hanno provato, da diverse angolazioni, a definire cosa hanno fatto, cosa fanno e cosa faranno i minibond. Soprattutto alla luce di una situazione, quella economica, che non accenna a decollare.

«Nonostante i primi timidi segnali di ripresa, la crisi non può ancora considerarsi superata», afferma Ballanti. «Le dimensioni del debito pubblico non consentono di delineare politiche di stimolo della domanda con il bilancio statale; malgrado le politiche di *quantitative easing*, le banche stentano ad allentare la stretta creditizia, data la difficile situazione vissuta dal settore e le misure adottate per ripristinare requisiti di solidità patrimoniale e di liquidità. È quindi necessario immaginare anche percorsi alternativi per il rilancio della crescita del paese; lo si può fare individuando attori e risorse che, finora, non sono stati ancora opportunamente valorizzati. Per esempio, gli investitori istituzionali, in particolare i fondi pensione e le casse di previdenza, che pesano oltre 210 miliardi di euro. Ci sono tuttavia difficoltà tecniche

legate alle caratteristiche degli strumenti finanziari, attraverso i quali sarebbe possibile convogliare risorse al nostro paese. La sfida che l'offerta dovrà cogliere è la strutturazione di prodotti che rispondano alle esigenze degli investitori previdenziali e siano coerenti con le finalità del risparmio pensionistico. Rendendo sempre più chiari e

trasparenti la selezione dei sottostanti, la diversificazione, il controllo dei rischi e il sistema di governo del fondo».

C'è un'esigenza, già espressa a più riprese, di «diversificare la dipendenza del mondo imprenditoriale italiano dal sistema bancario», conferma Di Vaio. «C'è un tema di offerta e di domanda di finanziamenti, in una situazione in cui il credit crunch non è più al livello del 2009. Per questo, Cassa depositi e prestiti si è spostata dagli strumenti di liquidità per le Pmi a quelli che possono essere a fianco delle imprese nel finanziamento. La liquidità stenta ancora ad affluire. Nonostante il *quantitative easing* della Bce, ci sono chiari problemi di incertezza e di requisiti patrimoniali delle banche. Non riescono a finanziare direttamente le imprese. C'è una perdita sul margine di interesse ricaricata alle famiglie, per esempio, nei mutui.

La ripresa economica europea è ancora molto debole. Le politiche sulle banche, da parte loro, sono schizofreniche. La Bce induce a



**CATENA DEL VALORE**  
**«L'emissione di un minibond comporta una vera e propria catena del "valore" finanziario, con vari soggetti che intervengono: advisor, certificatori, sgr e fondi di investimento, investitori finali, tipicamente istituzionali pensionistici e previdenziali», ha affermato Claudio Cacciamani, professore ordinario di Economia degli intermediari finanziari all'università degli studi di Parma**



## OSTACOLI INGIUSTIFICATI

«In questo periodo storico di sovrabbondanza di liquidità sui mercati, sembra illogico che le aziende debbano fronteggiare ancora ostacoli per accedere al credito bancario», ha affermato Olivier Rombaut, presidente di Mazars Italia

SCEGLIERE  
LE AZIENDE  
Nell'impostare  
una strategia  
di investimento in  
minibond,  
società e fondi  
pensione dovranno  
scegliere se puntare  
sulle imprese  
del territorio oppure  
su gruppi omogenei  
per settore  
di business



erogare credito, mentre le norme di vigilanza inducono a ridurre il rischio in relazione al capitale. Le politiche monetarie rischiano di non essere più efficaci come nel 2009. Serve uno stimolo all'economia reale dal punto di vista della domanda. Le istituzioni comunitarie devono ricoprire il loro ruolo. I paesi che hanno spazi fiscali in Europa devono sostenere la domanda. E le imprese con maggiori prospettive di sviluppo potrebbero ritornare a chiedere finanziamenti».

«Le complesse vicende che hanno interessato in passato il mercato dei *corporate bonds/high yield* in Italia hanno condizionato la struttura della normativa e lo sviluppo del mercato dei minibond», entra nel vivo Balice. «Il vincolo alle sottoscrizioni retail e la ridotta dimensione delle emissioni ne configurano una domanda istituzionale *buy & hold* con un mercato secondario rarefatto o inesistente. Questo pregiudica anche la nascita di fondi aperti a larga diffusione. Ne escono rafforzate quindi la capacità di investire a medio-lungo termine dei sottoscrittori e la qualità degli emittenti. Si tratta comunque di uno sforzo lodevole per cercare di articolare le fonti di finanziamento delle imprese, verso un modello meno *bancocentrico*».

## I CAPOFILA

«Le istituzioni italiane devono reinvestire risparmio parzialmente anche nel paese per dare spinta alla ripresa», dice, da parte sua, Cibati. «Limitarsi a effettuare un'analisi finanziaria avrebbe fatto concentrare gli investimenti solo in titoli governativi di paesi esteri a basso rischio. Il 40%-45% degli asset di Cassa forense è investito in Italia, e 75 milioni sono stati investiti nella prima fase di lancio dei fondi di minibond: questi strumenti rappresentano meno dell'1%».

Ma sono destinati a crescere. «Cassa Forense tornerà a investire in minibond», promette Cibati. Con quale logica di selezione? «Abbiamo nostri modelli. Ricordo che la selezione di questi strumenti è un'attività che richiede molto tempo e deve essere davvero rigorosa. Perché questi investimenti sono spesso irreversibili fino alla scadenza. E le proposte a un cda su strumenti che non siano titoli di stato sono molto impegnative. Inoltre, come abbiamo visto, le dimensioni di questi investimenti sono ancora esigue. Ciò significa: molto tempo impiegato per poco investimento». E poi, prosegue, «c'è ancora troppa concentrazione al nord come imprese selezionate. Si rischia quindi una ripresa a due velocità. Il nord riparte e il sud è ancora al palo».

Dove investire, dunque? Meglio

scegliere aziende vicino alle aree di radicamento storico oppure raggrupparle per altre caratteristiche, come la dimensione o il settore di business? Schwienbacher racconta l'esperienza del fondo minibond Pensplan Invest sgr, che ha scelto il territorio, dove la società è più radicata. «I primi studi», ricorda, «mettevano in evidenza 30.000 imprese potenziali emittenti a livello nazionale. Ma il numero era troppo alto: impossibile, per Pensplan investire, fare scouting simili numeri. Di qui la scelta di investire sul territorio. C'è quindi stato una drastica riduzione: a essere inserite nel focus territoriale sono state circa 500 imprese». La scelta, aggiunge Schwienbacher ha procurato «molti contatti e operazioni». La decisione «di rimanere su contesto regionale è buona anche per il monitoraggio: la filiera per verificare l'investimento è molto corta».

In che modo si è scelto di verificare il rischio? «Con quattro modelli interni di score, per riesaminare l'attività dell'advisor nella scelta dell'investimento. Sono comunque sempre importanti anche le *soft information*».

## NUOVE FORME DI INVESTIMENTO

Da parte sua, il Fondo pensione Bre Banca ha concluso due opera-

zioni nel 2015. «Il cda ha seguito tutte le fasi del documento triennale dalle politiche di investimento fino alla scelta degli strumenti», dice Teresa Greco. «Siamo passati da una gestione a benchmark a una a obiettivo di rendimento, per garantire almeno nel breve periodo la salvaguardia del patrimonio, o vista l'alta volatilità dei mercati finanziari. Attualmente, la linea *Prudente* ha un orizzonte inferiore a cinque anni, *Equilibrata* a dieci e *Dinamica* oltre questo periodo. Rispettivamente, gli investimenti sull'azionario possono raggiungere un massimo del 20% del portafoglio, del 50% e dell'80%. Sui primi due comparti è stato valutato positivamente l'inserimento di strumenti alternativi di debito: siamo infatti convinti che l'economia reale debba e possa essere sostenuta dagli investitori istituzionali, optando quindi rispettivamente per un 10% e 5%. Fatta la selezione il 17 dicembre, il consiglio di amministrazione ha deliberato la sottoscrizione di tre diversi strumenti alternativi di debito con cui si finanziano aziende di dimensioni piccole, medie e grandi. A fine dicembre sono state richiamate le prime due tranche che consentiranno al fondo di presentare richiesta del credito di imposta già nel corso di quest'anno».

I titoli di debito, prosegue la Greco, sono stati inseriti «dopo una giornata formativa effettuata a ini-

zio anno. Cosa difficile, per i fondi pensione, è istruire i consigli di amministrazione. Ecco: la giornata formativa ha proprio avuto il compito di rendere consapevoli i membri del cda. Il fondo pensione è di lungo periodo quando si devono pagare le pensioni, ma anche di breve nel momento in cui si debbano dare degli anticipi agli associati».

Si è optato, quindi, per un mix. «Sono stati individuati strumenti di debito a sei-sette anni, ma che con un piano di ammortamento abbassano la duration a cinque anni. Nel complesso, l'investimento in titoli di debito copre il 3% del patrimonio complessivo. Ai fini dell'investimento è importante è anche il credito di imposta, anche se non è l'elemento caratterizzante della scelta. In ogni caso, devono essere effettuate verifiche per cercare la massima diversificazione. Che è un elemento necessario per un fondo pensione. Dal 2000, quando si è partiti con la gestione a comparti, si è cercato di raggiungere questo obiettivo. Nella scelta delle società selezionate, per esempio, si è valutata molto positivamente la valutazione mensile del Nav degli investimenti. È importante anche il regime delle commissioni: bisogna ottimizzare il rendimento, ma anche il costo. Che, da parte sua, è giustificato solo da buon rendimento».

Anche Prevaer ha avviato una ricerca di nuove forme di investimen-



VICENDE DETERMINANTI  
**«Le vicende che hanno interessato in passato il mercato dei corporate bond/high yield in Italia hanno condizionato la struttura della normativa e lo sviluppo del mercato dei minibond», ha detto Paolo Balice, presidente dell'Aiap**

to nel 2015. E, racconta Barlafante, «ha individuato il private debt/minibond come categoria di fondi Fia con caratteristiche compatibili con la politica di investimento dello strumento, tra cui durata limitata, flussi cedolari periodici, commissioni non troppo elevate e rendimenti attesi di buon livello. L'esperienza maturata in questa prima fase mi induce a ritenere che i punti di contatto con questo nuovo mondo siano molti», afferma Barlafante. «Non mancano però gli aspetti critici: è dunque assolutamente necessario porre la massima attenzione nella *due diligence* preliminare. Perché una volta sottoscritto l'impegno, è molto complicato arrestare il processo avviato».

#### DAL LENDING A...

L'interesse delle società per l'emissione dei minibond è una tendenza che po-

INTERESSE DAGLI INVESTITORI PREVIDENZIALI  
**La Bce ha ammesso anche i minibond tra le attività rifinanziabili. Questo rende uno strumento interessante per gli investitori previdenziali**





**AFFRANCARSI DALLE BANCHE**  
**Secondo Gianfranco Di Vaio, senior economist di Cassa depositi e prestiti, c'è un'esigenza, espressa a più riprese, di «diversificare la dipendenza del mondo imprenditoriale italiano dal sistema bancario», conferma Di Vaio**

trebbe essere destinata a espandersi a macchia d'olio. «Il campo d'azione», afferma Colantonio, «per ora è circoscritto al mercato del *lending corporate* che ha sofferto maggiormente la stretta del credit crunch nelle fasi più acute della crisi di mercato. I provvedimenti per estendere il numero di operatori specializzati nell'offerta di credito mostrano in misura ormai definitiva

l'orientamento del regolatore. E origineranno, dal lato dell'offerta, un crescente numero di iniziative sul mercato che si specializzeranno progressivamente nelle diverse forme di finanziamento: circolante, impieghi a medio-lungo, forme di *lending* ibride come il mezzanino. Il mercato dei minibond è al centro di questo nuovo ecosistema e si sta affermando come modello alternativo di riferimento per l'offerta di impieghi a medio-lungo termine. Seppur di vasta portata, i provvedimenti normativi e i nuovi veicoli di investimento non basteranno, però, da soli a favorire lo sviluppo di un canale alternativo strutturale. I fondi alternativi dovranno incorporare modelli di diversificazione e controllo del rischio adeguati al proprio spettro di azione e raggiungere il cliente finale con strutture territoriali o partnership in grado di alimentare una relazione solida con le aziende. La qualità dei crediti non dipenderà



**PRODOTTI COERENTI**  
**«L'offerta dovrà strutturare prodotti adatti alle esigenze degli investitori previdenziali e coerenti con gli obiettivi del risparmio pensionistico», ha affermato Luigi Ballanti, direttore generale di Mefop**



## POSSIBILI SVILUPPI

**Alcune società hanno già emesso minibond, e in futuro questa tendenza potrebbe essere destinata a espandersi a macchia d'olio**

solo dall'efficacia dei modelli di selezione, ma anche e soprattutto dalla capacità di raggiungere un bacino sufficientemente ampio di interlocutori, per poter scegliere le aziende, gli imprenditori e i progetti più promettenti da finanziare. Tecnologia e processi dovranno rendere tracciabile ed efficiente l'istruttoria, rendendo al contempo scalabile il modello su mercati via via più ampi. Una sfida nuova e una notevole opportunità sia per la domanda, sia per l'offerta».

«Il minibond», ha aggiunto Novello, «costituisce un'importante opportunità a disposizione delle società italiane per il finanziamento di progetti di sviluppo che hanno l'obiettivo di aumentare il valore aziendale. Permettendo l'investimento in progetti di crescita interna o esterna e offrendo alle aziende la possibilità di compiere un salto di qualità in termini di organizzazione e di trasparenza nei confronti dei terzi. Si tratta di un'integrazione del credito bancario, utile per sostenere operazioni ordinarie e straordinarie. Occorre sottolineare che il minibond non si limita a garantire alle aziende emittenti un'alternativa di approvvigionamento di risorse finanziarie rispetto al tradizionale canale bancario. Ma permette anche di approdare sul mercato dei capitali nel segmento professionale *Extramot Pro* di Borsa italiana. Con importanti risvolti in termini di visibilità a livello nazionale e internazionale e la possibilità di ampliare sensibilmente le possibilità di

ulteriore credito e sviluppo. Nello stesso tempo è richiesto alle imprese emittenti uno sforzo in termini di massima trasparenza nella comunicazione al mercato, primo fra tutti la necessità di procedere alla certificazione di bilancio».

## I «QUATTRO SENZA»

Infine, il parere dell'*advisor*, che ha già seguito aziende nell'emissione di obbligazioni corporate. «Per lo sviluppo del mercato dei minibond», dice Bencini, «è fondamentale avere emittenti che sappiano capire se e quando utilizzare questo strumento. Una società che ha già un business leggibile all'esterno e produttivo di cassa può scegliere oggi di accelerare il proprio sviluppo nella aspettativa dei «quattro senza». Cioè: senza modificare la propria governance e senza quindi la condivisione con soci terzi della crescita di valore che resta tutta interna; senza il rilascio di garanzie personali o societarie; senza appesantire il canale tradizionale delle banche e conseguentemente la centrale rischi; senza incertezze sui tempi e sull'esito del reperimento di finanza».

Il minibond, prosegue Bencini, «non è dunque un prodotto di massa, ma uno strumento che ha successo se parte dal bisogno dell'emittente e dalla sua capacità di utilizzare in maniera fruttuosa il lungo tempo che il bond concede prima della restituzione. Per farsi trovare pronto per sfide nuove e più rilevanti».