



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

II CREDITO NON BANCARIO: OPPORTUNITA' E LIMITI

Giovanni Guazzarotti

**Servizio Studi di Struttura Economica
e Finanziaria della Banca d'Italia**

**Il fondo di debito: un nuovo protagonista
del mercato finanziario italiano**

Roma 22 ottobre 2013

INDICE DELLA PRESENTAZIONE

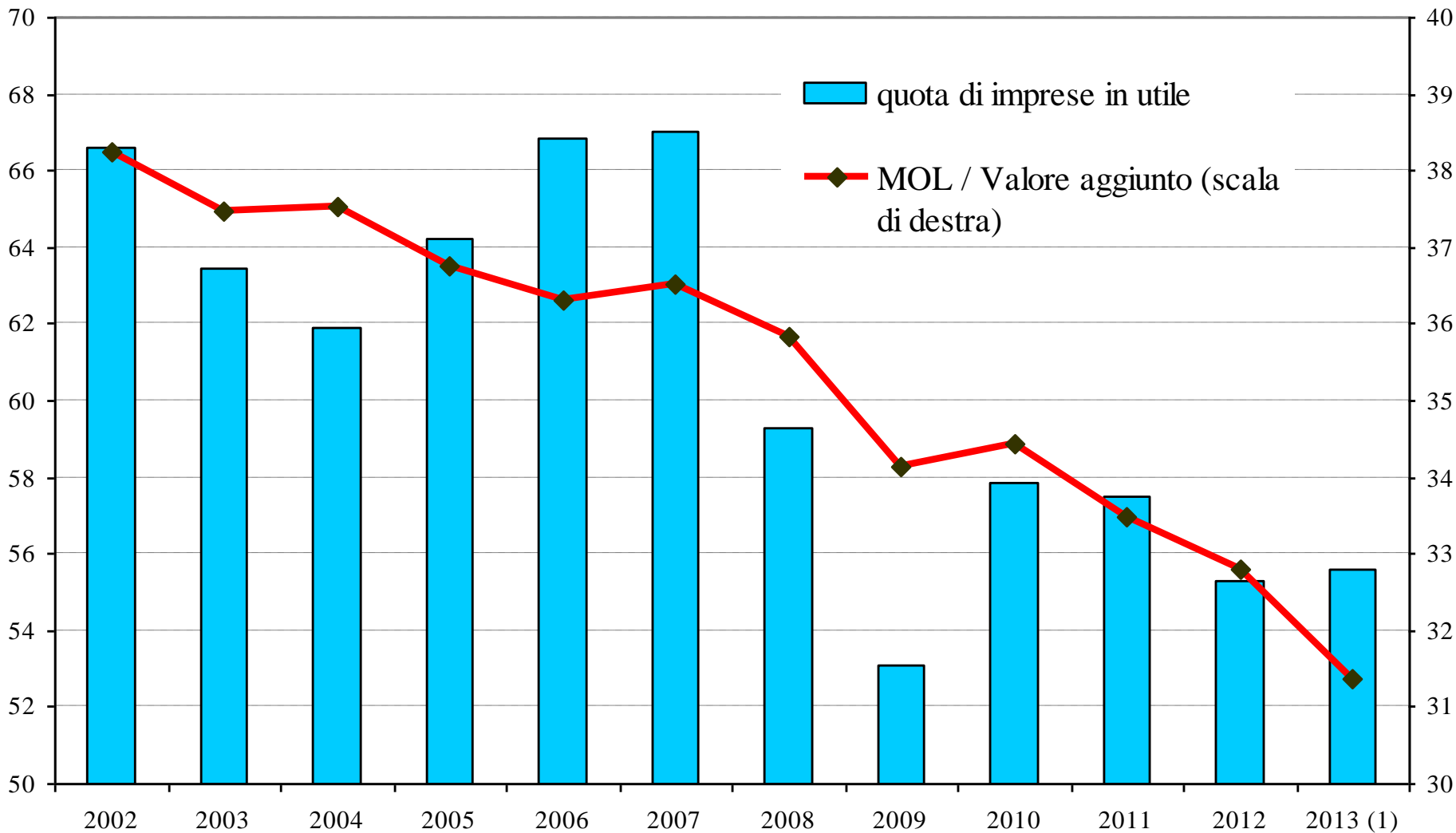
- **LA CONGIUNTURA**
- **PROBLEMI STRUTTURALI DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO**
- **DIVERSIFICAZIONE DELLE FONTI DI FINANZIAMENTO**
- **I FONDI DI DEBITO**

LA CONGIUNTURA

- **crisi del funding delle banche, rischio sovrano, recessione**
- **calo della redditività delle imprese**
- **stretta creditizia (maggiore per le PMI)**

REDDITIVITA' DELLE IMPRESE

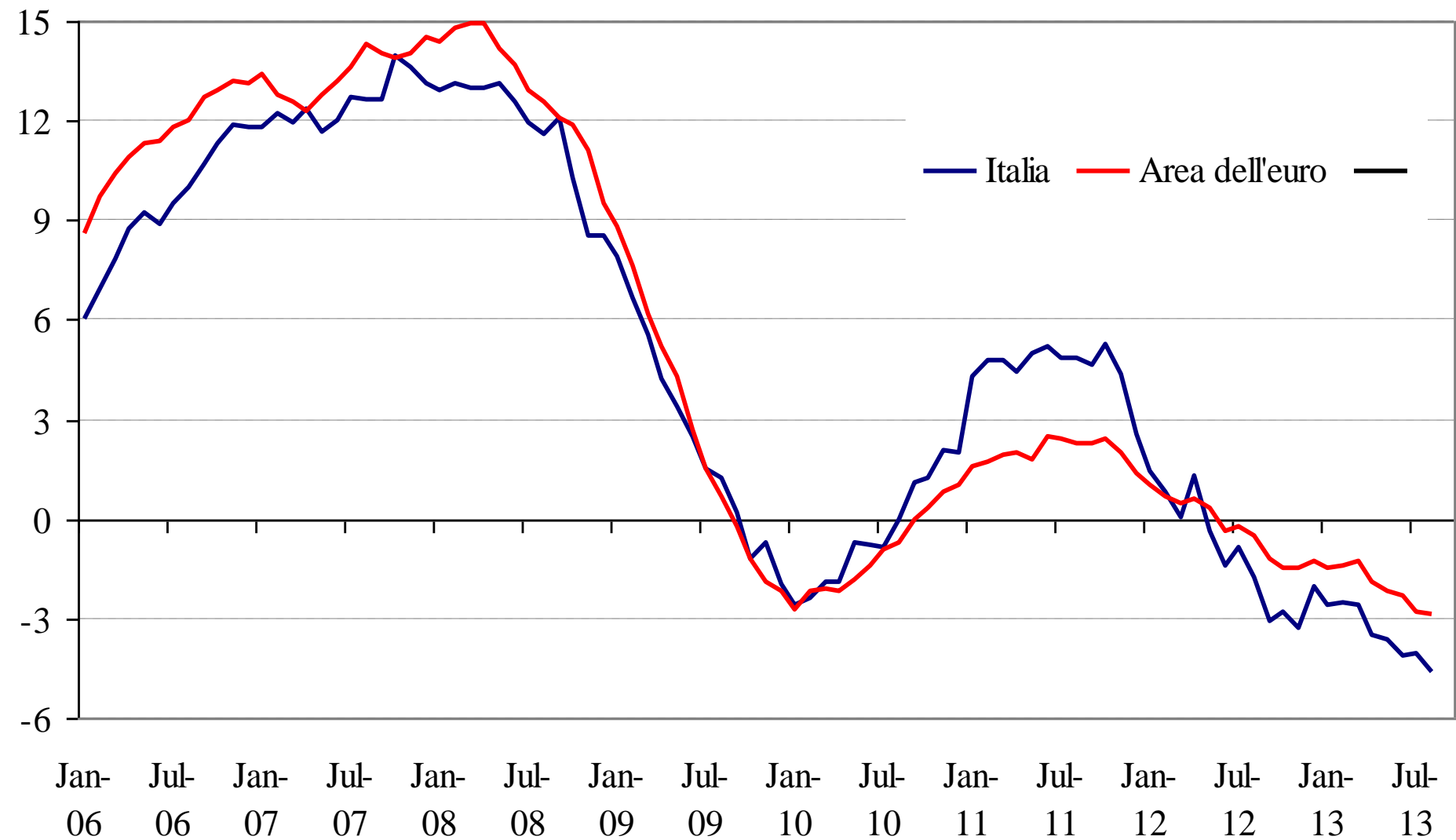
(Istat, Conti finanziari, Cerved; valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia e ISTAT. (1) Dati provvisori. Il MOL e il valore aggiunto sono riferiti al secondo trimestre dell'anno.

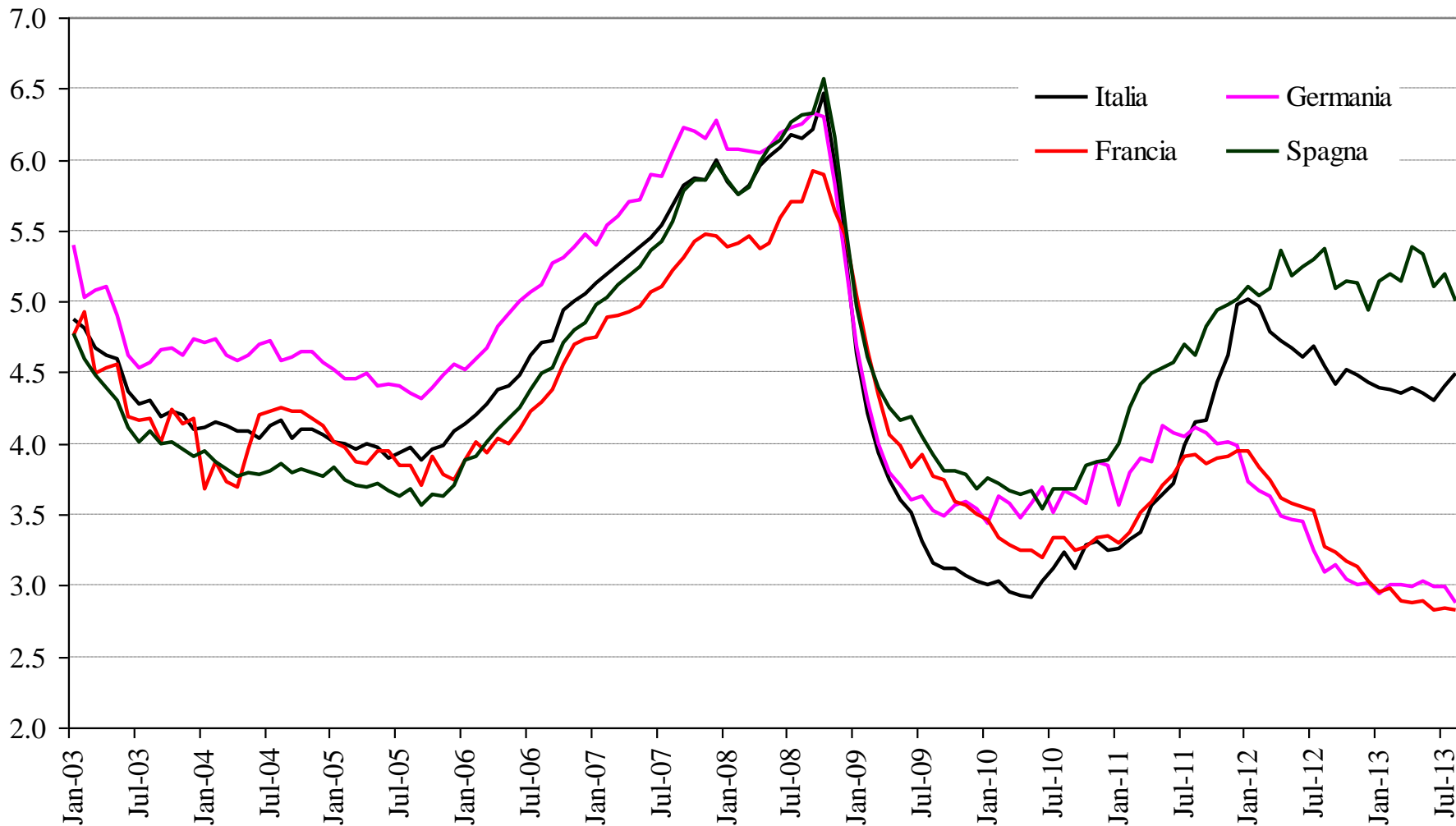
CREDITO ALLE IMPRESE NON FINANZIARIE

- variazioni % sui 12 mesi -



TASSI DI INTERESSE SUI NUOVI PRESTITI BANCARI ALLE IMPRESE

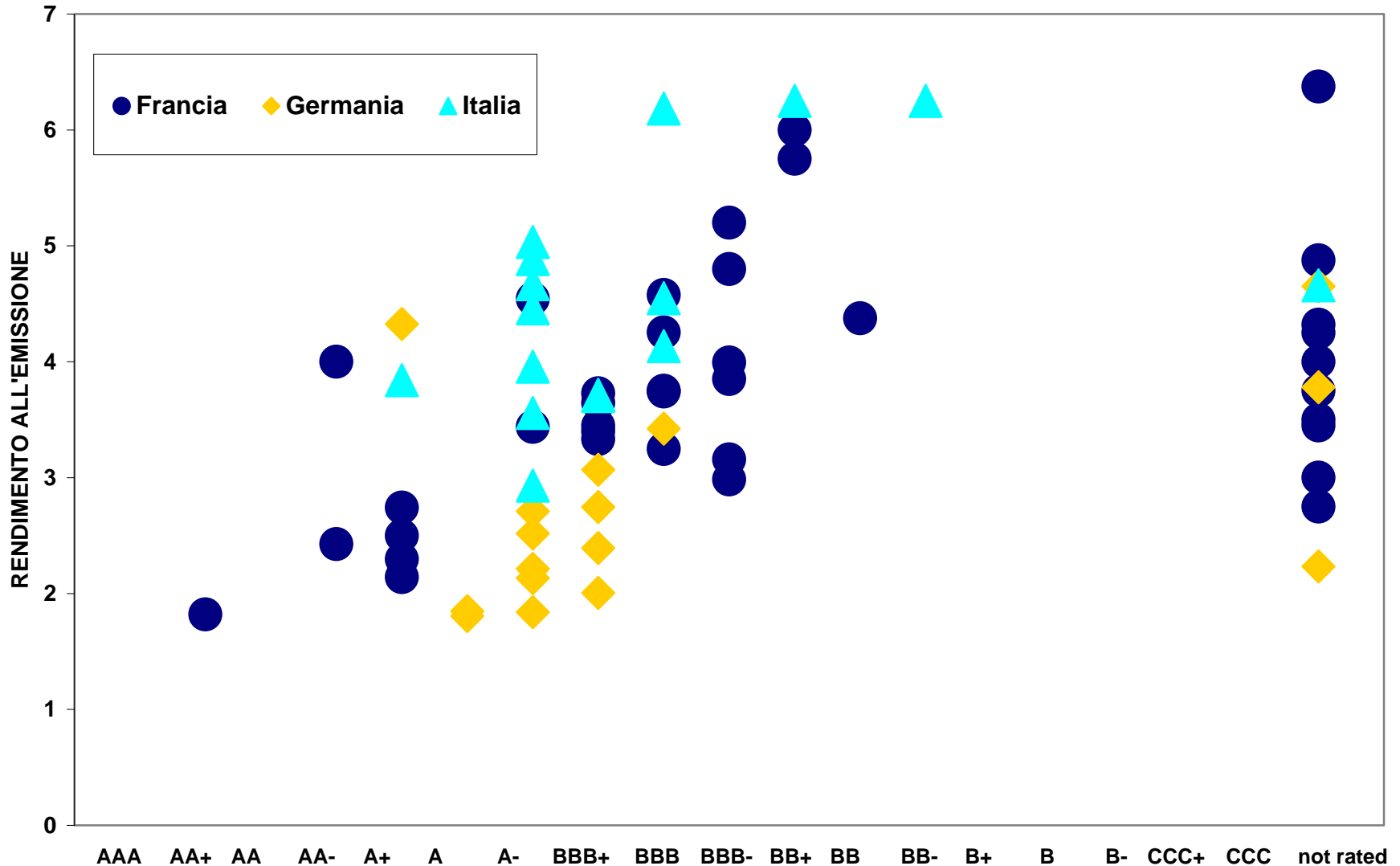
- punti percentuali, prestiti fino a 1 milione -



Fonte: BCE.

RENDIMENTI DELLE EMISSIONI CORPORATE NEL 2012

- titoli con durata tra 5 e 10 anni; punti percentuali -

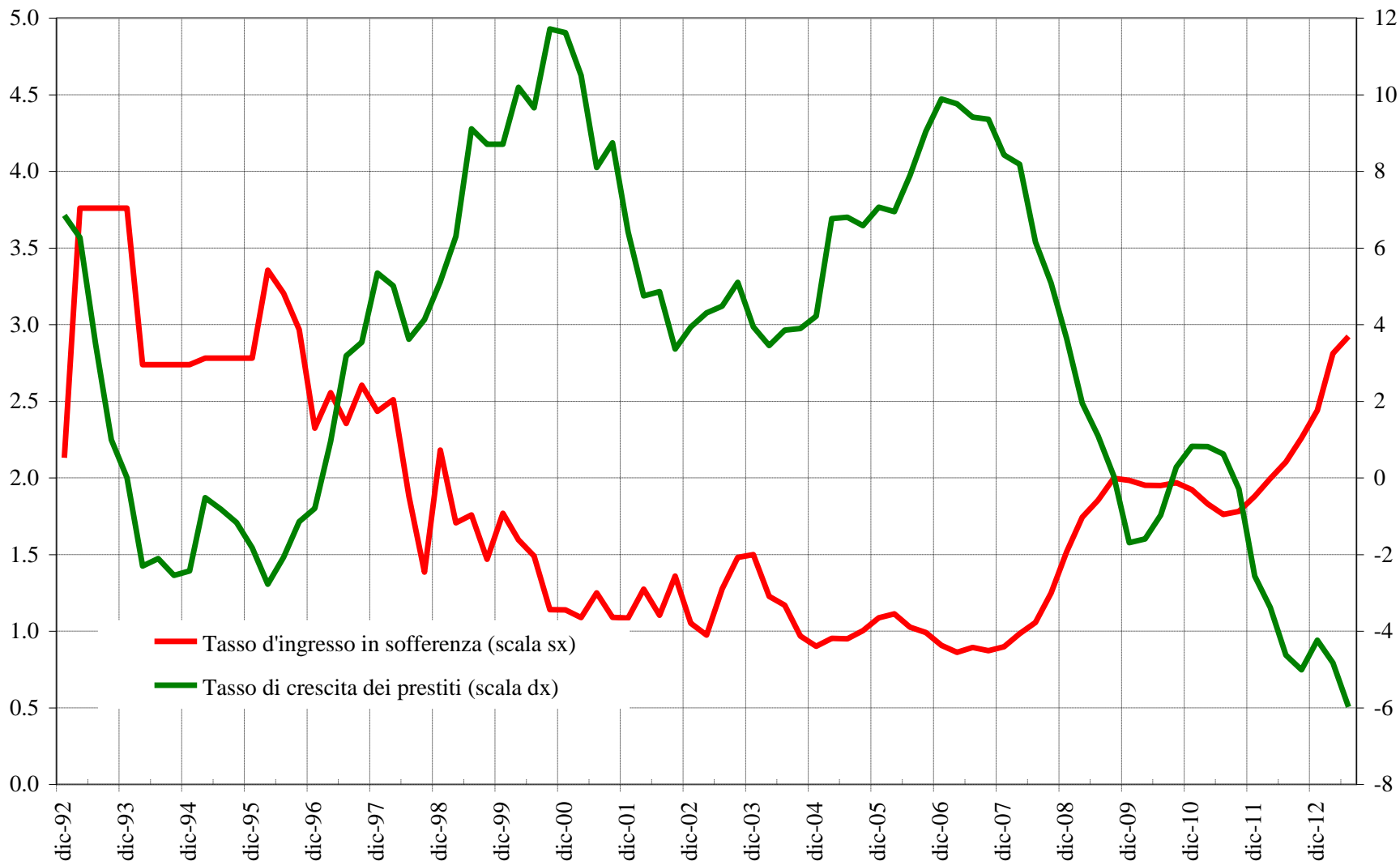


Fonte: Dealogic.

CLASSE DI RATING

PRESTITI E SOFFERENZE (1)

- tassi di crescita sui 12 mesi e valori percentuali -



Fonte: Banca d'Italia. (1) Dati riferiti all'intera economia. Prestiti al netto delle sofferenze e dei PCT e deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo.

POLITICHE DI SOSTEGNO ALLE IMPRESE

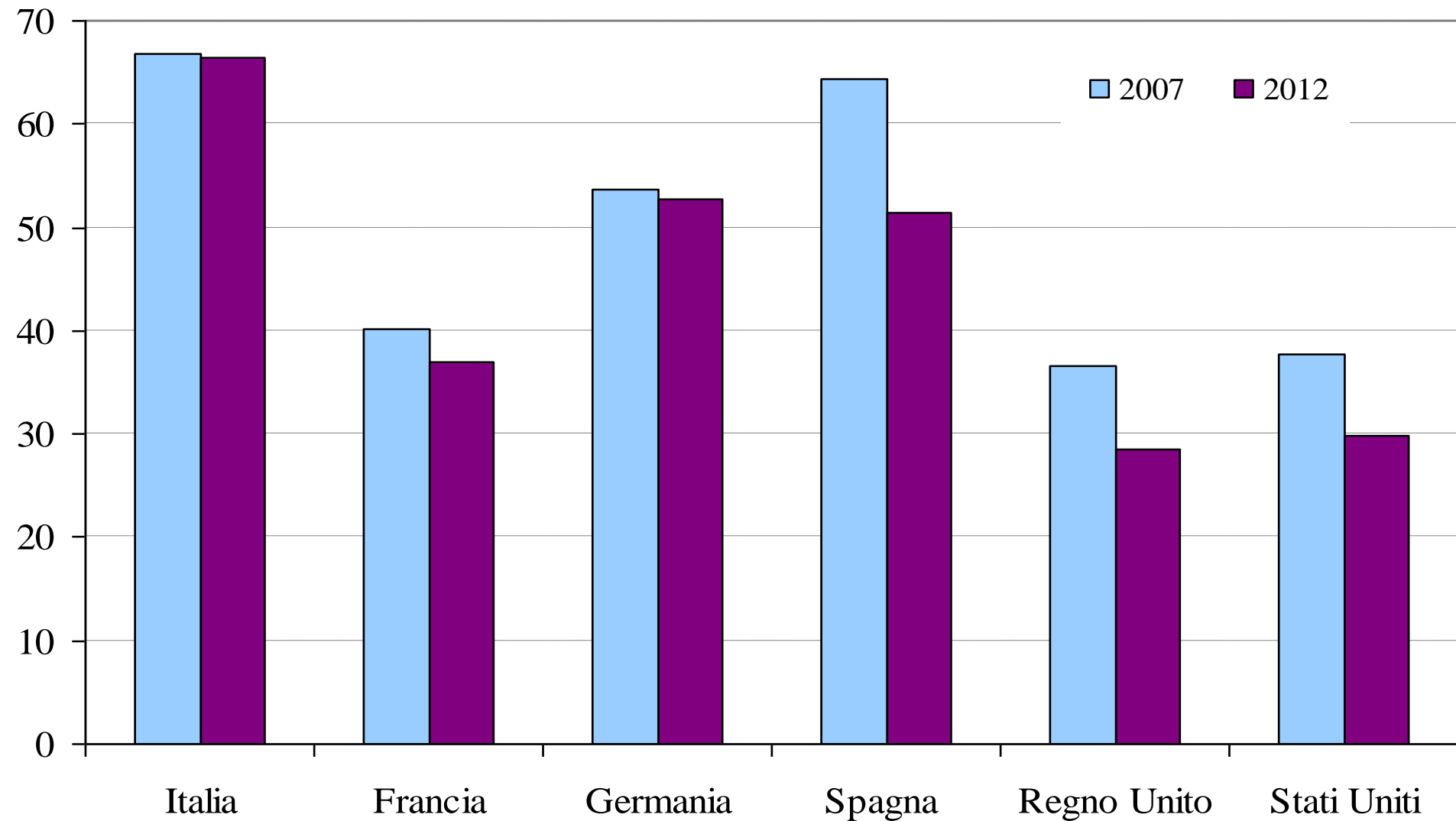
- **Garanzie**
 - dal 2008 al giugno 2013 sono stati attivati 38 miliardi di euro di finanziamenti attraverso il Fondo centrale di garanzia per PMI
- **Moratorie**
 - dal 2009 al giugno 2013 sono stati siglati 3 accordi per la sospensione dei rimborsi di prestiti alle imprese per un valore complessivo di 20 miliardi
- **Fondi della Cassa Depositi e Prestiti**
 - nel 2009 CDP ha messo a disposizione delle banche 8 miliardi (interamente utilizzati) per la concessione di prestiti alle PMI; nel 2012 stanziati ulteriori 10 miliardi (di cui 2 riservati all'acquisto di crediti delle PMI nei confronti della PA)
- **Smobilizzo dei debiti commerciali della PA**
 - 47 miliardi per il biennio 2013-14, di cui 11 già pagati

PROBLEMI STRUTTURALI DEL SISTEMA FINANZIARIO

- **politiche di breve periodo per l'emergenza**
- **ma rimangono i limiti strutturali del sistema finanziario, europeo e italiano, che la crisi ha messo a nudo**
- **dipendenza eccessiva delle imprese dal credito bancario e scarso sviluppo dei mercati**

RAPPORTO FRA DEBITI BANCARI E DEBITI FINANZIARI

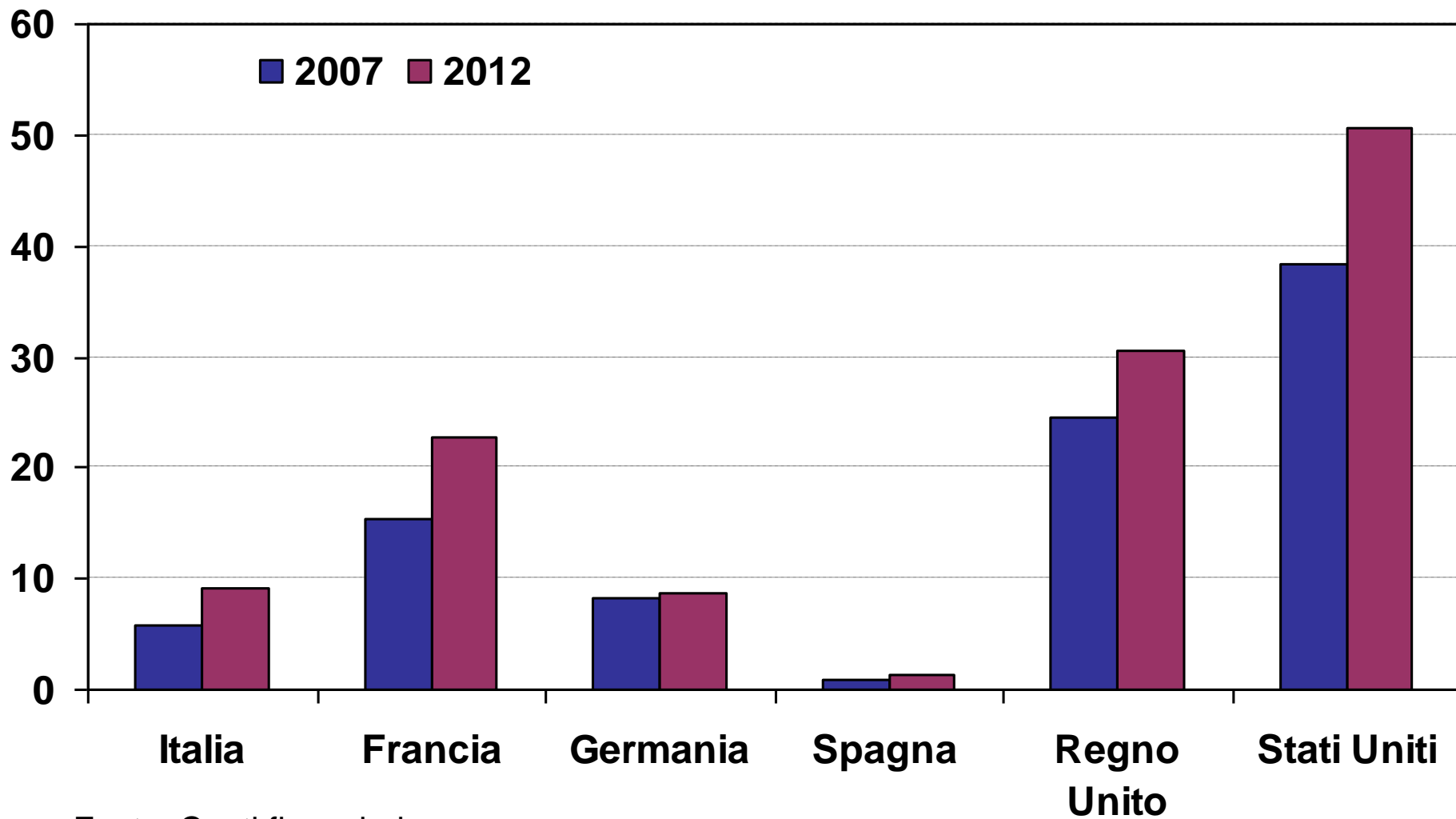
- valori percentuali -



Fonte: Conti finanziari.

OBBLIGAZIONI IN RAPPORTO AL PASSIVO FINANZIARIO

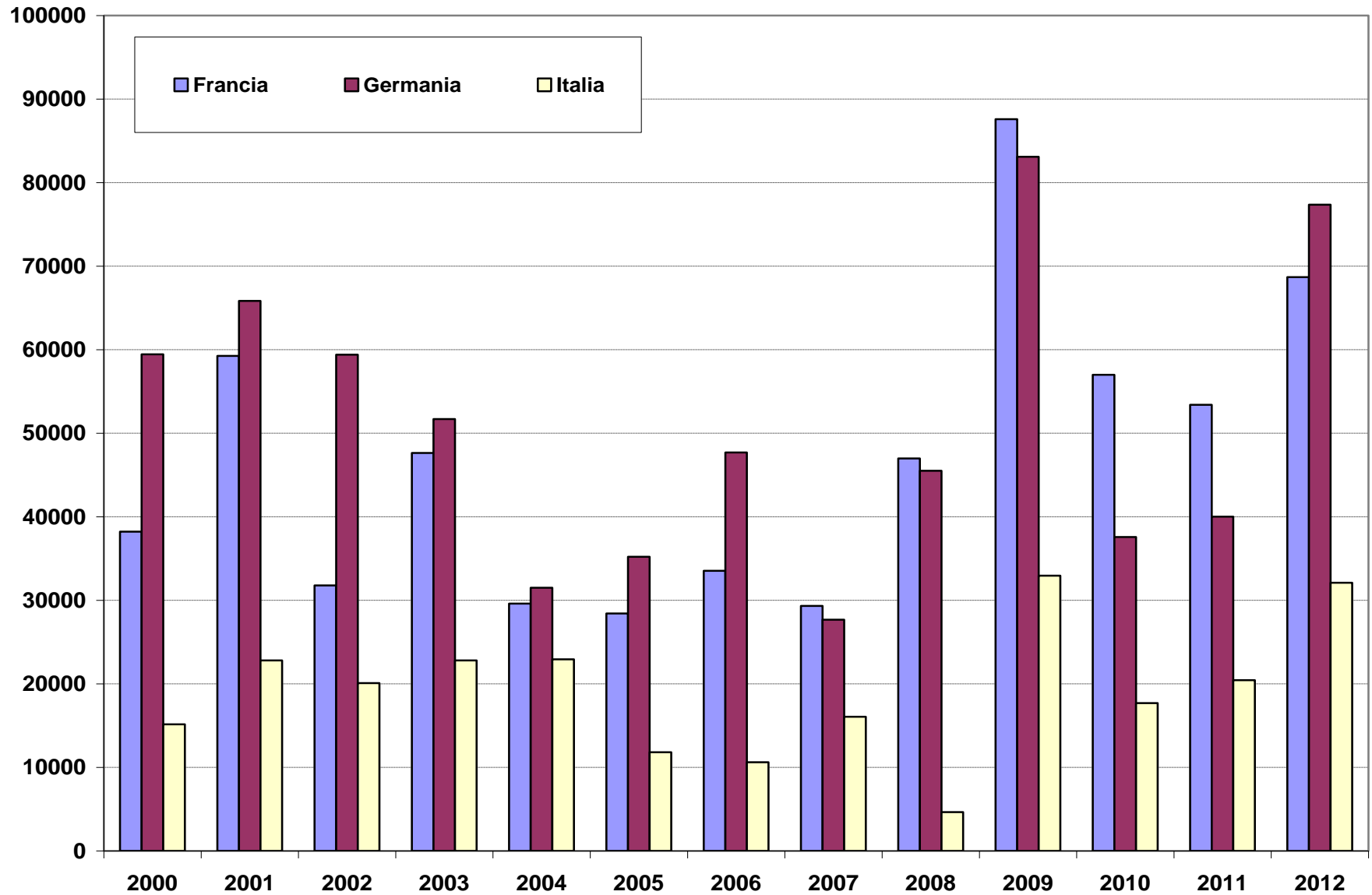
- valori percentuali -



Fonte: Conti finanziari.

EMISSIONI OBBLIGAZIONARIE CORPORATE

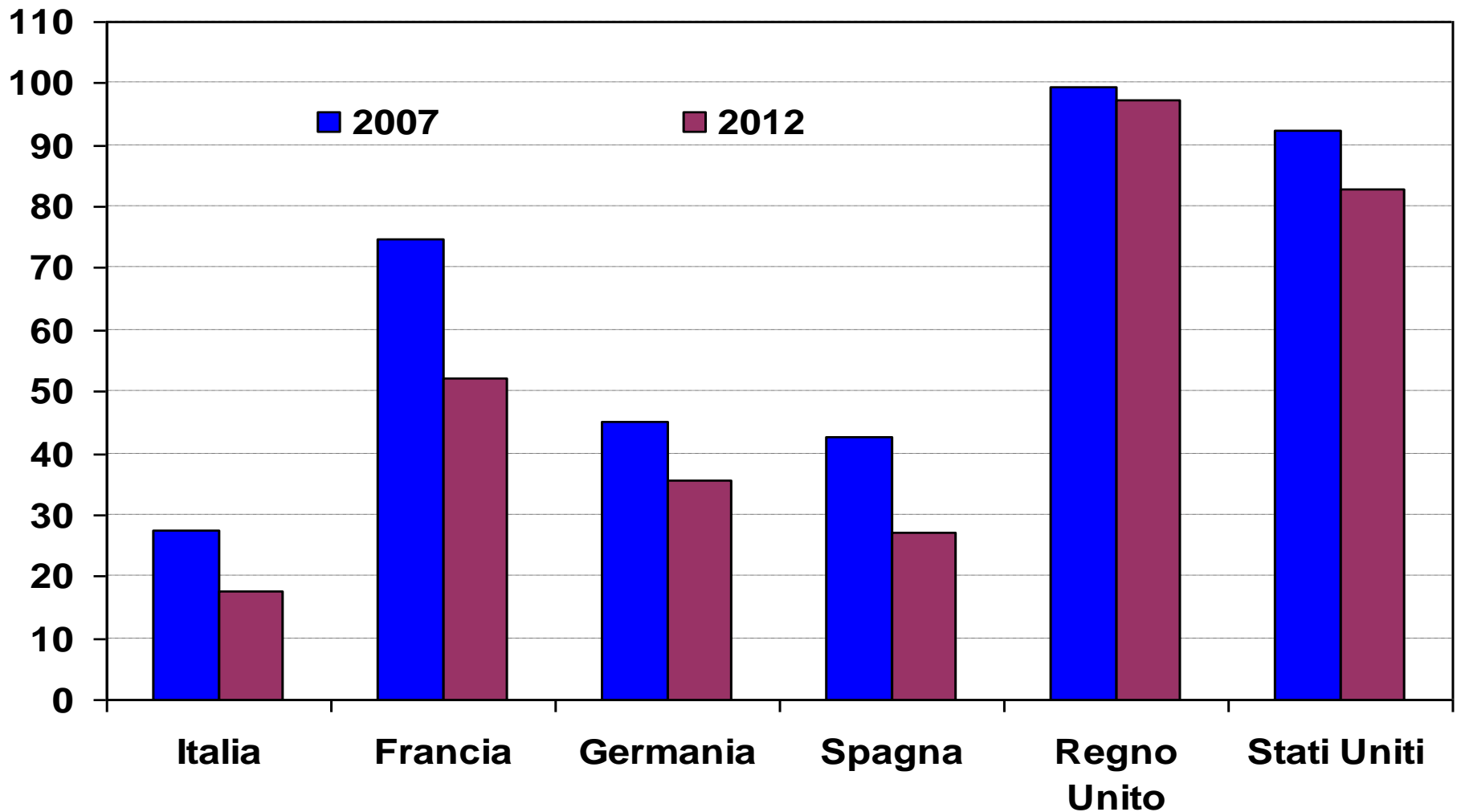
- milioni di euro -



Fonte: Dealogic.

CAPITALIZZAZIONE DI BORSA DEL SETTORE NON FINANZIARIO IN RAPPORTO AL PIL

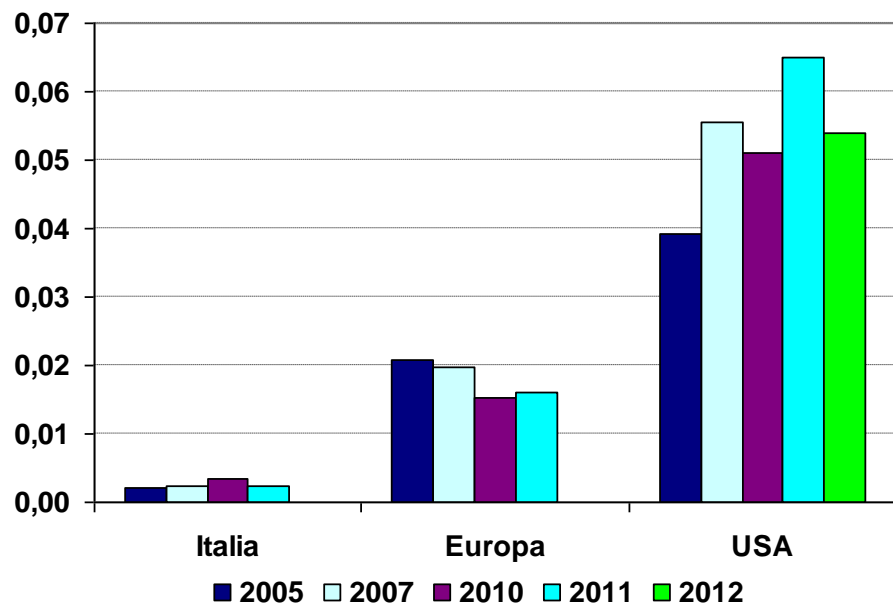
- valori percentuali -



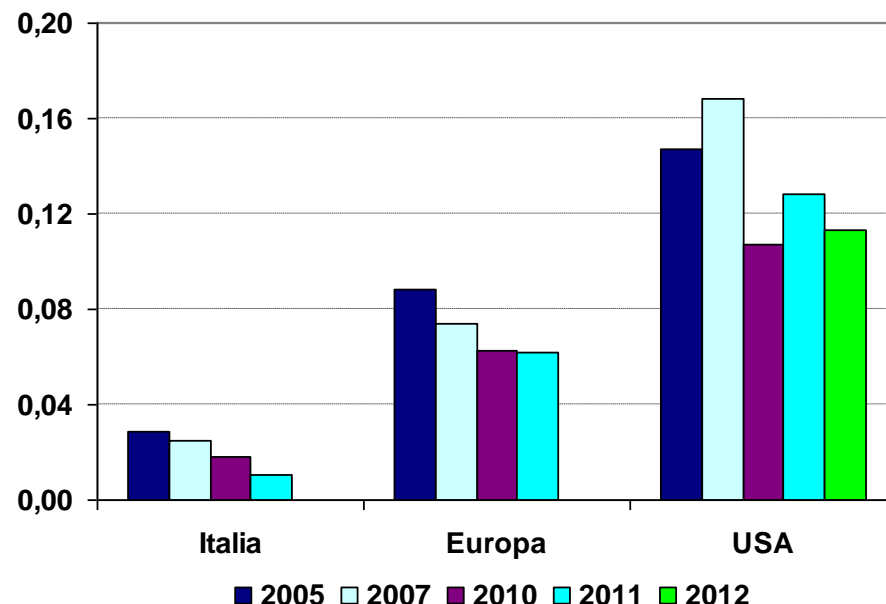
Fonte: elaborazione su dati Datastream.

DIMENSIONE DEL PRIVATE EQUITY - investimenti in percentuale del PIL -

Early stage



Expansion



Fonti: AIFI per l'Italia, EVCA per l'Europa e NVCA per gli Stati Uniti.

DIVERSIFICAZIONE DELLE FONTI DI FINANZIAMENTO

- **finalità, rischi e ostacoli**
- **cosa si è fatto**
- **cosa si può fare**

ALTERNATIVE AL CREDITO BANCARIO

- **collocamenti pubblici** (azioni e obbligazioni quotate): costi elevati, solo le imprese più grandi
- **collocamenti privati presso altri investitori** (prestiti non bancari, obbligazioni non quotate): scarsa liquidità, rischio elevato, scarso interesse degli investitori (mancano le competenze)
- **fondi chiusi** (private equity e venture capital, fondi di debito)
- **cartolarizzazioni** di titoli e prestiti

FINALITÀ DELLA DIVERSIFICAZIONE

- rendere le imprese meno vulnerabili agli shock
- finanziare la crescita e gli investimenti di lungo periodo
- aiutare il finanziamento di attività i cui profili di rischio e rendimento mal si adattano alle caratteristiche del credito bancario

nascita di nuove imprese, innovazione, R&D,
finanziamento di progetti di lungo periodo,
infrastrutture, imprese eccessivamente rischiose

OSTACOLI ALLA DIVERSIFICAZIONE

Ostacoli alla domanda di finanziamenti

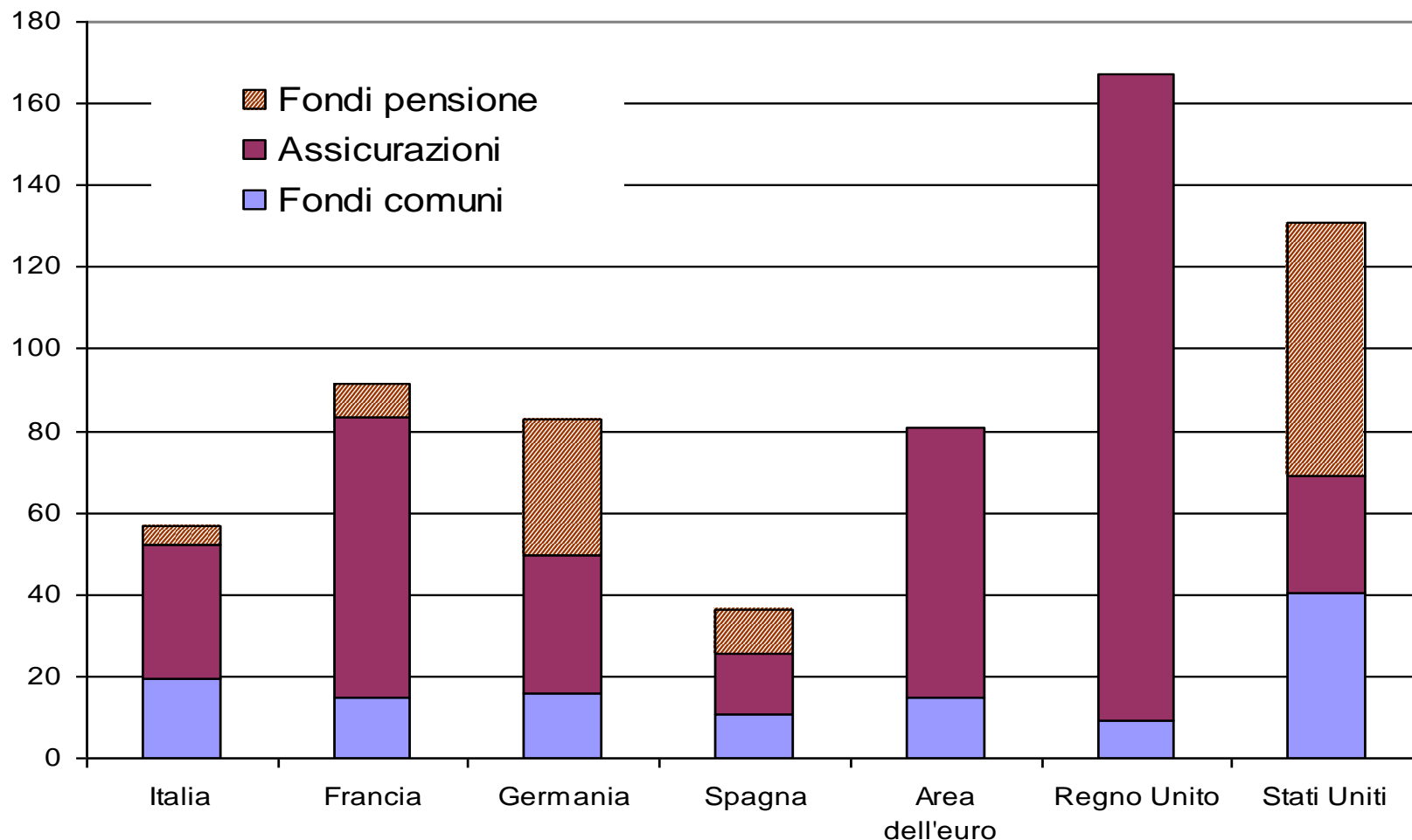
- imprese italiane piccole (costi di emissione elevati)
- proprietà familiare restia a diluire il controllo
- poco trasparenti e modelli gestionali tradizionali

Ostacoli all'offerta di finanziamenti

- investitori istituzionali poco sviluppati (fondi pensione e fondi di investimento alternativi)
- poco propensi a investire in asset classes non tradizionali (liquidità, rischio, dimensione, competenze, cultura)

ATTIVITÀ DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

- 2012, incidenza sul PIL -

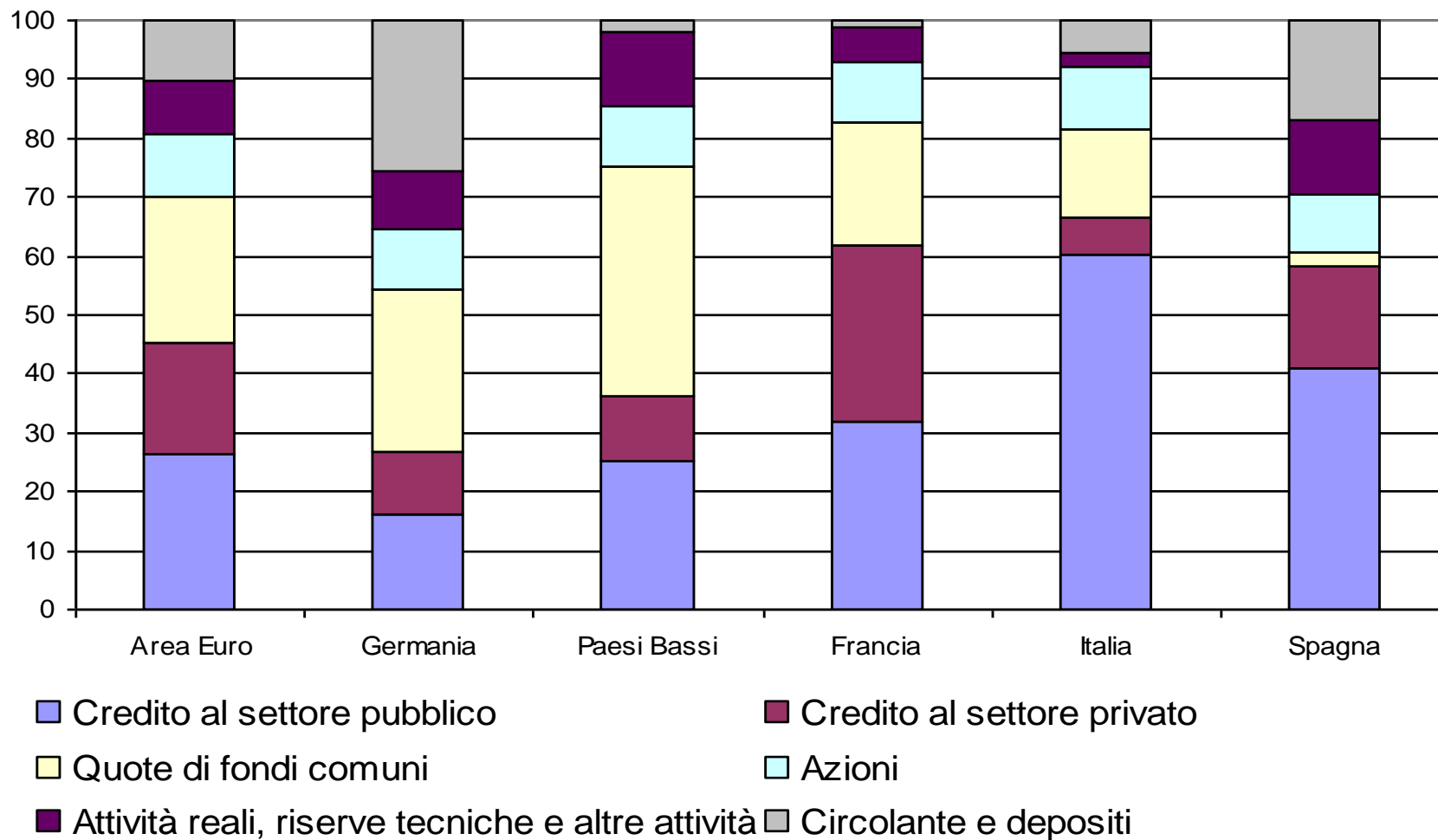


Fonte: Banca d'Italia.

Per l'area dell'euro e il Regno Unito non è disponibile la spaccatura tra assicurazioni e fondi pensione

PORTAFOGLIO DI ASSICURAZIONI E FONDI PENSIONE

- 2012, quote percentuali -



Fonte: BCE.

RISCHI DELLA DIVERSIFICAZIONE

Lo spostamento di una parte dei flussi di finanziamento dal sistema bancario ad altri intermediari comporta anche una riallocazione di rischi e incentivi

- regolamentazione e vigilanza: governance, capacità professionali, presidi organizzativi per il controllo e la gestione dei rischi
- armonizzazione delle regole per evitare arbitraggi tra paesi e settori

COSA SI È FATTO IN ITALIA

- **Fondo Italiano di Investimento**
 - per il rafforzamento patrimoniale aziende con fatturato compreso tra 10 e 250 milioni di euro
- **Fondo Strategico Italiano**
 - rivolto a grandi imprese
- **Aiuto alla crescita economica (ACE)**
- **Minibonds**
 - disciplina emissioni titoli di debito da parte delle società non quotate

COSA STA FACENDO L'EUROPA

- Dibattito in corso dopo il Green Paper della Commissione sui finanziamenti di lungo termine dello scorso marzo
- Rafforzamento dei programmi per il finanziamento delle PMI e dei progetti infrastrutturali (COSME, Horizon 2020, Euro project bond) nel MFF per il 2014-20
- Nuovi strumenti comunitari (joint-risk sharing instruments) gestiti dalla BEI e finanziati anche con i fondi strutturali (ESIF): garanzie su nuovi prestiti alle PMI e programmi di cartolarizzazione di prestiti già esistenti
- European Long-Term Investment Fund (ELTIF): proposta della Commissione per un passaporto europeo per un fondo chiuso che investa in strumenti non quotati

COSA SI PUÒ FARE

- **Rafforzamento patrimoniale delle imprese**

ulteriori incentivi fiscali, promuovere fondi di private equity e venture capital

incentivi alla quotazione (mercati dedicati, costi minori, maggiore trasparenza, servizi di investimento)

- **Sviluppo di nuovi intermediari e nuovi strumenti di debito**

fondi di debito, veicoli per la cartolarizzazione

I FONDI DI DEBITO

- **cosa sono**
- **funzione economica**
- **limiti**

II FONDO DI DEBITO - 1

- fondo comune chiuso
- orizzonte temporale di medio periodo
- strategia di investimento: prestiti, obbligazioni quotate e non, portafogli di crediti ceduti da banche
- selezione dei prenditori e controllo
- generalmente non usano derivati e hanno una leva ridotta
- riservati a investitori istituzionali

I FONDI DI DEBITO - 2

- dalle iniziative per la costituzione di fondi dedicati a imprese italiane si osserva:

durata media di 5-8 anni, portafoglio di 20-30 posizioni, imprese di dimensione medio-grande, rendimento atteso di circa il 7 per cento, costi?

- il rischio

non è chiaro, la diversificazione è limitata, i rendimenti attesi sono elevati: imprese innovative con buone prospettive di crescita oppure imprese con basso merito di credito e indebitamento elevato?

FUNZIONE ECONOMICA DEI FONDI DI DEBITO

Rappresentano un ulteriore livello di intermediazione tra prenditori e investitori

- aiutano le imprese a intercettare l'offerta di fondi degli investitori istituzionali e a cogliere le opportunità della nuova disciplina sulle emissioni di obbligazioni
- aiutano gli investitori a entrare in una nuova asset class che richiede competenze specialistiche
- le banche offrono servizi di consulenza alle imprese (per aiutarle ad adeguarsi ai requisiti organizzativi e contabili richiesti dagli investitori), *origination e servicing*

CONFRONTO TRA FONDI DI DEBITO E COLLOCAMENTI PRIVATI

- i collocamenti privati di prestiti e i titoli delle PMI sono poco appetibili per gli investitori: importo ridotto, poco liquidi, rischi elevati, scarse informazioni sull'emittente
- i fondi di debito offrono servizi di selezione e diversificazione dei rischi, gestione attiva dei portafogli (monitoraggio degli investimenti)

CONFRONTO TRA FONDI DI DEBITO E CARTOLARIZZAZIONI

La funzione è per certi aspetti simile

- ma mentre le cartolarizzazioni conseguono una maggiore diversificazione di portafoglio
- i fondi di debito offrono una maggiore trasparenza delle attività sottostanti (gestione attiva dei portafogli e rendicontazione periodica)

LIMITI DEI FONDI DI DEBITO - 1

- costi per le imprese (probabilmente superiori a quelli dei prestiti bancari: costi di gestione elevati, rendimenti attesi elevati)
- costi per gli investitori (vanno monitorati, trasparenza sui costi)
- problema di allineamento degli incentivi (i molti ruoli delle banche, possibili soluzioni: regole di governance, risk retention, trasparenza della gestione, remunerazione dei gestori, limiti agli investimenti)

LIMITI DEI FONDI DI DEBITO - 2

- rivolti a medie e grandi imprese (le piccole – più razionate – rimarrebbero escluse)
- flussi contenuti (non sono la risposta al credit crunch)
- interesse degli investitori non scontato (profilo di rischio e rendimento, costi)

PRESIDI REGOLAMENTARI

- il fondo chiuso deve essere istituito da un gestore professionale (la SGR), vigilato dalla Banca d'Italia e dalla Consob; è previsto il controllo da parte della banca depositaria
- sono previste regole prudenziali per il frazionamento del rischio e la concentrazione degli investimenti
- sono previste regole di trasparenza verso gli investitori (valorizzazione almeno semestrale del portafoglio, rendiconto annuale sottoposto a revisione) e verso le autorità di vigilanza

IL RUOLO DELLO STATO

- forme di intervento pubblico: regolamentazione, garanzie, sottoscrizione di quote
- motivazione dell'intervento pubblico: economie di scala, riallocazione dei rischi
- valutare l'efficacia dell'intervento (costi e benefici)
 - oneri per il bilancio pubblico
 - incentivi all'assunzione di rischi eccessivi
 - rischi di spiazzamento dell'offerta di fondi privati (valutazione dell'offerta, intervento temporaneo)

PER CONCLUDERE

- Il fondo di debito non è ancora un protagonista del mercato finanziario: è senz'altro un'opportunità, ma anche una scommessa
- Per le imprese consente di diversificare le proprie fonti di finanziamento, ma non è la soluzione al credit crunch (flussi ridotti, può essere costoso, non è adatto alle piccole imprese)
- Per gli investitori permette di migliorare la gestione dei portafogli, ma comporta anche dei rischi che occorre gestire
- Affinché i fondi di debito si possano affermare è necessario, tuttavia, che imprese e investitori superino la loro diffidenza per strumenti non tradizionali
- Regolamentazione e vigilanza sono essenziali per allocare correttamente rischi e incentivi



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

IL CREDITO NON BANCARIO: OPPORTUNITA' E LIMITI

GRAZIE PER L'ATTENZIONE

**Il fondo di debito: un nuovo protagonista
del mercato finanziario italiano**

Roma 22 ottobre 2013