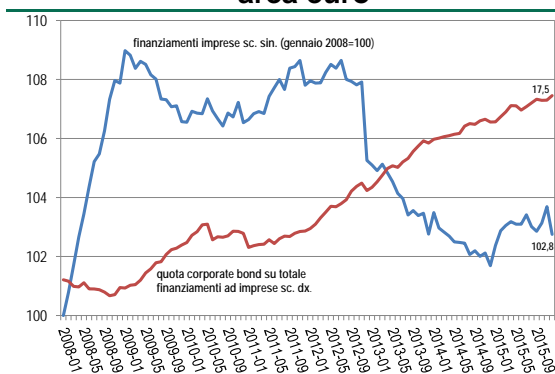
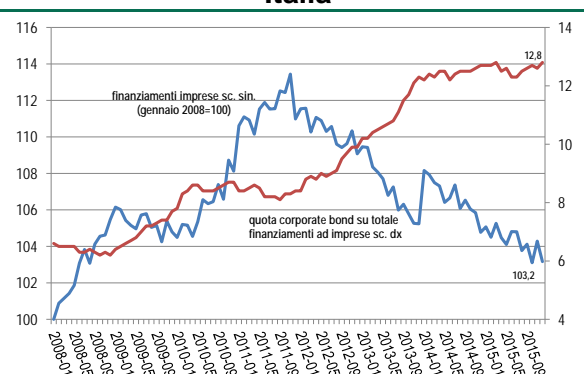


**Finanziamento delle imprese:
area euro**



Fonte: Bce

**Finanziamento delle imprese:
Italia**



Fonte: Bce

Tra il 2000 e il 2014 **la leva finanziaria delle imprese italiane** è cresciuta di circa 12 punti percentuali, più del doppio di quanto registrato negli altri tre maggiori paesi dell'area, attestandosi alla fine del periodo al 46%, 11 punti percentuali più della Francia e 6-7 punti più di Spagna e Germania. Il divario rispetto alla media dell'eurozona è massimo per le micro e le piccole imprese, è decisamente significativo (intorno ai 10 punti percentuali) per le imprese medie e quelle grandi, risulta di fatto trascurabile per imprese di più ampie dimensioni (attivo oltre i €300 milioni).

Nel processo di rafforzamento patrimoniale delle imprese italiane il contributo del **private equity** rimane molto limitato. Un miglioramento della struttura finanziaria sta invece venendo dalla profonda riconsiderazione del profilo dell'indebitamento. Sotto questo aspetto, di sicuro rilievo è il rapido sviluppo del mercato dei cosiddetti **minibond**.

Sulla **dialettica competitiva tra canale bancario e canale obbligazionario** un'influenza importante potrebbe venire dalle decisioni assunte dalla Bce nella riunione del 10 marzo scorso.

Oltre il credito: l'impegno per attenuare la fragilità finanziaria delle imprese italiane

S. Carletti ☎ 06-47028440 – silvano.carletti@bnlmail.com

Il contesto attuale (graduale miglioramento della congiuntura economica e condizioni finanziarie particolarmente accomodanti) offre alle imprese italiane l'opportunità per interventi capaci di attenuare la fragilità finanziaria evidenziatasi durante gli anni della crisi.

Dai conti finanziari nazionali si ricava che tra il 2000 e il 2014 la leva finanziaria è cresciuta in Italia di circa 12 punti percentuali, più del doppio di quanto registrato negli altri tre maggiori paesi dell'area, attestandosi alla fine del periodo al 46%, 11 punti percentuali più della Francia e 6-7 punti più di Spagna e Germania. La diversità nel grado di *leverage* è massima per le micro e le piccole imprese (15 punti percentuali al di sopra della media dell'eurozona), è decisamente significativa (intorno ai 10 punti percentuali) per le imprese medie e quelle grandi (attivo entro i €300 milioni), risulta di fatto trascurabile per imprese di più ampie dimensioni (attivo oltre i €300 milioni).

Nel 2014 la dotazione patrimoniale delle imprese italiane è cresciuta in misura significativa; poco meno della metà dell'importo è però da attribuirsi alle imprese della fascia più alta (fatturato superiore a €200 mln).

Nel processo di rafforzamento patrimoniale delle imprese italiane il contributo del *private equity* rimane marginale, malgrado il consuntivo 2015 di questa attività sia risultato decisamente brillante.

Le imprese italiane stanno perseguendo il rafforzamento della struttura finanziaria anche attraverso una profonda riconsiderazione del profilo del loro indebitamento. Sotto questo aspetto, di sicuro rilievo è il rapido sviluppo del mercato dei cosiddetti minibond, una novità importante perché offre alle PMI italiane l'opportunità di un coinvolgimento nel circuito obbligazionario. Nel 2015 l'ammontare delle emissioni si è aggirato intorno a €1,5 mld, un decimo delle emissioni delle società non finanziarie.

Sulla dialettica competitiva tra canale bancario e canale obbligazionario un'influenza importante potrebbe essere determinata dalle decisioni assunte dalla Bce nella riunione del 10 marzo scorso.

Condizioni favorevoli per attenuare la fragilità finanziaria

La violenta tempesta economico-finanziaria che per circa sei anni ha investito il nostro Paese ha provocato l'uscita dal circuito produttivo (fallimento, procedura concorsuale non fallimentare, liquidazione volontaria) di circa un quinto delle PMI attive nel 2007¹.

A quelle che sono riuscite ad attraversare un periodo così difficile il contesto attuale (graduale miglioramento della congiuntura economica e condizioni finanziarie particolarmente accomodanti) offre l'opportunità per interventi capaci di attenuare la fragilità finanziaria evidenziatasi durante gli anni della crisi. In effetti, novità si scorgono sia sul versante della dotazione patrimoniale sia per quanto riguarda il profilo dell'indebitamento. Nel complesso, però, la dimensione del problema sembra poco mutata.

¹ La stima cui si fa riferimento è a cura del Cerved (Rapporto Cerved PMI 2014).

Rafforzamento patrimoniale

È un dato da tempo acquisito che la cosiddetta leva finanziaria² si posizioni nel caso delle imprese italiane su livelli ben più elevati di quanto non si riscontri altrove nell'area euro. Dai conti finanziari nazionali si ricava che tra il 2000 e il 2014 questo indicatore è cresciuto in Italia di circa 12 punti percentuali, più del doppio di quanto registrato negli altri tre maggiori paesi dell'area, attestandosi alla fine del periodo al 46%, 11 punti percentuali più della Francia e 6-7 punti più di Spagna e Germania.

Un recente studio³ ha cercato di qualificare meglio queste differenze, facendo riferimento ai dati di bilancio di circa un milione di aziende distribuite nei 18 paesi dell'eurozona. Dalle elaborazioni condotte emerge che la leva finanziaria della tipica impresa italiana è (2013) superiore di circa 13 punti percentuali a quella della media dell'area euro, una differenza che scende a poco meno di 9 punti se si esclude la Francia le cui imprese si caratterizzano per un valore particolarmente contenuto di questo indicatore finanziario.

Depurando questo differenziale dalle peculiarità della struttura produttiva, la distanza tra l'Italia e il resto dell'eurozona risulta quantificata in 10 punti percentuali (7,4 se si esclude la Francia). Questo dato medio viene quindi scomposto in funzione della diversa dimensione aziendale (misurata con il totale attivo di bilancio). Ne viene fuori che la diversità nel grado di *leverage* è massima per le micro e le piccole imprese (15 punti percentuali al di sopra della media dell'eurozona), è decisamente significativa (intorno ai 10 punti percentuali) per le imprese medie e quelle grandi (attivo entro i €300 milioni), risulta di fatto trascurabile per le imprese di più ampie dimensioni (attivo oltre i €300 milioni). Di nuovo, queste differenze risultano significativamente ridotte se si esclude la Francia.

Un ulteriore sviluppo di questa analisi mira a stabilire quale sarebbe l'ammontare del debito che dovrebbe essere sostituito da mezzi patrimoniali per portare la leva finanziaria delle imprese italiane al livello prevalente nel resto dell'eurozona. Il risultato di questo esercizio di quantificazione è compreso tra un massimo di quasi €230 mld ed un minimo di circa €180 mld, con questa differenza dovuta all'inclusione o, viceversa, all'esclusione della Francia. Il 65-70% di questo sforzo dovrebbe essere sostenuto dalle piccole imprese che nel 2013 risultavano titolari di circa il 46% del debito totale.

I dati dello studio così schematicamente riassunto possono essere affiancati a quelli di una recente rilevazione⁴ che analizza come è cambiata nel 2014 la dotazione patrimoniale di circa 31 mila imprese italiane il cui fatturato supera i €5 milioni: nell'anno considerato il patrimonio netto di questo insieme di aziende risulta complessivamente cresciuto⁵ di €21 mld. Di questo importo, però, poco meno della metà (€9,9 mld) è attribuita alle imprese della fascia più alta (fatturato superiore a €200 mln).

Il messaggio che viene da questa seconda ricerca sembrerebbe poco esaltante perché indica che le imprese che hanno maggiormente accresciuto la dotazione patrimoniale (attraverso operazioni sul mercato e/o minore distribuzione di utili) sono proprio quelle che la prima ricerca evidenziava avere una leva finanziaria meno lontana da quanto

² La leva finanziaria (o grado di leverage) è definito dal rapporto tra ammontare dei debiti finanziari (prestiti e titoli) e la somma di questa grandezza con il patrimonio.

³ A. De Socio – P. Finaldi Russo, The debt of Italian non-financial firms: an international comparison, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza n. 308, febbraio 2016.

⁴ Cfr. Sole 24 Ore del 15 febbraio 2016. La ricerca è a cura di K Finance, partner *equity markets* di Borsa Italiana.

⁵ Circa tre quarti delle imprese esaminate hanno accresciuto il loro patrimonio di €42,6 mld; le restanti 8.600 hanno invece evidenziato una riduzione di questo stesso aggregato pari complessivamente a €21,6 mld.

rilevabile altrove nell'area euro per imprese della stessa dimensione. Questa conclusione deve essere presa con cautela perché si presta ad almeno due obiezioni. La prima (più debole) è che in questo secondo studio si fa riferimento ad un parametro dimensionale diverso (fatturato invece di attivo di bilancio). La seconda (più rilevante) è che il riposizionamento della leva finanziaria su livelli più contenuti può essere conseguito sia intervenendo sulla dotazione patrimoniale sia riducendo l'indebitamento (e ovviamente anche con un mix di questi due interventi): ed in effetti i dati di contabilità nazionale indicano che nel biennio 2013-14 si è registrata in Italia una riduzione dell'indebitamento delle imprese.

Private equity: un contributo ancora limitato

Nel processo di rafforzamento patrimoniale delle imprese italiane il contributo del *private equity* rimane marginale, malgrado il consuntivo 2015 di questa attività sia risultato decisamente brillante: la raccolta è quasi raddoppiata (a €2,8 mld, +92% rispetto all'anno precedente), gli investimenti sono aumentati del 31% (a €4,6 mld), i disinvestimenti sono saliti del 10% (a €2,9 mld).

Anche lo scorso anno, tuttavia, la dinamica dei flussi avrebbe consentito investimenti maggiori. L'ammontare dei fondi che a fine anno risulta disponibile (e non utilizzata) per nuovi investimenti è quindi ulteriormente cresciuto (a €9,3 mld a fine 2015, +€1,6 mld negli ultimi 12 mesi). È di scarsa consolazione constatare che sotto questo ultimo profilo, l'Italia non è un caso isolato: le risorse di *private equity* non ancora tradotte in investimento (*dry powder*) sono stimate a livello globale (2014 ultimo disponibile) non solo su livelli molto elevati (\$1,2 trilioni) ma anche in forte crescita (quasi il 30% in più rispetto a due anni prima).

Le risorse investite (2015) con la modalità del *private equity* sono risultate in Italia pari al 2,8% del Pil. Al netto dei disinvestimenti gli investimenti rappresentano (2014) in Italia appena lo 0,11% del Pil, una quota pari a meno della metà della media europea (0,28%), inferiore anche al dato spagnolo (0,15%) e ben lontana da Germania (0,25%), Francia (0,39%) e Regno Unito (0,43%). Il numero delle società che annualmente beneficiano del supporto finanziario del *private equity* è nell'ordine delle centinaia in Italia (267 nel triennio 2013-15) mentre è su ben altra scala altrove in Europa (circa 900 nel Regno Unito, oltre 1.600 in Francia, poco sopra le 1.300 in Germania, appena al di sotto di 600 in Spagna).

Negli Stati Uniti 5 delle 10 società quotate con il maggior livello di capitalizzazione hanno fondi di *private equity* come azionisti rilevanti; in Italia per trovare una società così caratterizzata si deve scendere al 24° posto e tra le prime 50 se ne trovano solo altre tre. Peraltro il legame tra *private equity* e Borsa nel nostro Paese risulta affievolito: nell'ambito delle nuove quotazioni, nell'ultimo quinquennio meno di un decimo delle operazioni ha visto protagoniste società con una significativa presenza di questi operatori (8 su 86), mentre nel quinquennio precedente ci si posizionava al di sopra di un terzo del totale (27 su 76).

Nel consuntivo 2015 indicazioni favorevoli provengono dal *venture capital*: le operazioni *early stage* ed *expansion*⁶ sono aumentate complessivamente del 74% in valore (€74 mln) e del 15% sotto il profilo numerico (a 122 su un totale di 342 operazioni di *private equity*). Tuttavia, se si confronta la realtà italiana con quella degli altri principali paesi europei lo spessore di questo progresso risulta decisamente

⁶ Le operazioni *early stage* sono investimenti in capitale di rischio effettuati nelle prime fasi di vita di un'impresa (sia operazioni di *seed*, che di *start up*); le operazioni *expansion*, invece, sono quelle realizzate attraverso un aumento di capitale e finalizzate ad espandere un'attività già esistente.

ridimensionato: nel triennio 2012-14 l'ammontare investito in Italia (€259 mln) è risultato pari al 13-15% di quello contemporaneamente registrato in Francia, Regno Unito e Germania.

È opinione consolidata che la perdurante irrilevanza del *private equity* nel sostegno del sistema economico italiano deriva dalla scarsa disponibilità delle imprese a coinvolgere nuovi soggetti nel processo decisionale, una svolta che nella maggior parte dei casi comporta più elevati livelli di trasparenza e di comunicazione verso l'esterno.

Altro ostacolo non meno importante è però quello del minore sviluppo e/o delle strategie d'investimento di alcuni fondamentali investitori di lungo termine: nel biennio 2013-14 nel Regno Unito i fondi pensione e le casse di previdenza hanno investito quasi €7 mld in attività di *private equity*; in Francia nello stesso periodo le assicurazioni hanno messo a disposizione poco meno di €4 mld. In Italia nello stesso periodo la raccolta presso queste due tipologie di investitori si posiziona appena al di sopra di €0,5 mld. Come più volte evidenziato, il limitato coinvolgimento degli investitori di lungo termine è al tempo stesso causa ed effetto del modesto sviluppo del circuito finanziario non bancario.

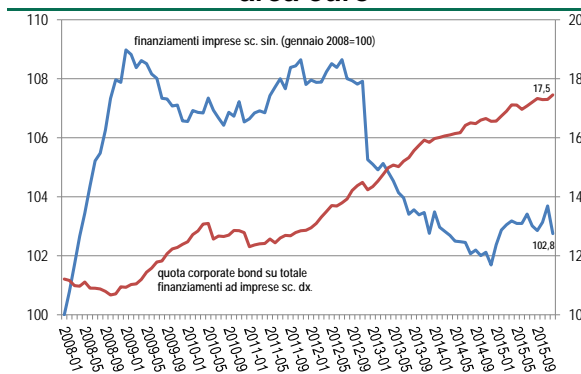
Al ridimensionamento di questo *impasse* potrebbe contribuire l'iniziativa avviata a metà 2014 dalla Cassa Depositi e Prestiti e concretizzatasi nella costituzione di due fondi di fondi, uno dei quali focalizzato sul *venture capital*. La CDP ha deliberato di investire fino a 100 milioni di euro, un investimento che non deve superare la metà del target di raccolta di questo fondo di fondi. Il veicolo potrà investire da 5 a 20 milioni in fondi specializzati in interventi di *venture capital*, con un effetto moltiplicatore evidente. Da qualche mese si è passati alla fase operativa con la selezione e il finanziamento dell'attività dei primi fondi di *venture capital*.

Cresce il ruolo dei titoli societari: i minibond

Le imprese italiane stanno perseguendo il rafforzamento della struttura finanziaria anche attraverso una profonda riconsiderazione del profilo del loro indebitamento. In un contesto decisamente bancocentrico, come è quello prevalente nell'eurozona, ogni novità è inevitabilmente interpretabile come espressione di un processo di disintermediazione del canale bancario; complementare a questa lettura è quella che vede nelle novità di questi anni un'evoluzione verso un mercato dei finanziamenti alle imprese più articolato, non solo per quanto riguarda il profilo dei soggetti finanziari ma anche per le caratteristiche dei contratti.

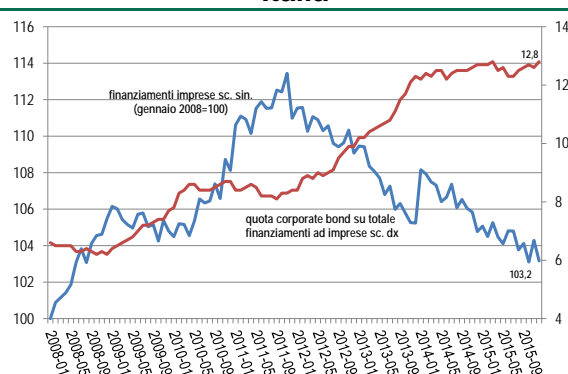
La crisi economico-finanziaria sviluppatasi nel 2008-09, con il definirsi di una situazione di tendenziale *credit crunch*, ha costituito un momento decisivo in questo processo di evoluzione. I due grafici che seguono illustrano in maniera sintetica quanto avvenuto. In ognuno di essi si ritrovano due linee: la prima (gennaio 2008=100) illustra la dinamica dei finanziamenti delle imprese, aggregato che combina la consistenza in essere dei prestiti bancari e delle obbligazioni *corporate* in circolazione; la seconda linea indica come nell'ambito di questo aggregato è cresciuta la quota dei *corporate bond*. Il grafico dell'area euro e quello relativo all'Italia comunicano lo stesso messaggio: nell'ambito di finanziamenti alle imprese oggi (ultimo dato, dicembre 2015) su livelli quasi analoghi a quelli di 8 anni fa (area euro e Italia in prossimità di 103), la quota dei titoli di debito societari è salita in entrambi i casi di circa 6 punti percentuali, un incremento pari a circa il 50% nel caso dell'eurozona (da 11,2% a 17,5%) e prossimo al raddoppio nel caso dell'Italia (dal 6,6% a 12,8%).

**Finanziamento delle imprese:
area euro**



Fonte: Bce

**Finanziamento delle imprese:
Italia**



Fonte: Bce

La crescita del mercato dei titoli *corporate* in Italia è illustrata anche da altri dati: il flusso annuo delle emissioni lorde è risultato negli anni post-2008 pari a €32 mld, il 50% in più circa rispetto a quanto rilevato tra il 2002-08; nel contempo il numero annuo delle emissioni si è ridotto a circa 130 rispetto alle circa 185 rilevabili prima del 2008. Molte delle emissioni delle società di maggiore dimensione sono state collocate nel mercato internazionale; quelle delle PMI, invece, prevalentemente nel circuito domestico, da un lato meno liquido, dall'altro lato però più adatto per emissioni di importo molto contenuto.

Nello scenario italiano di questi anni di sicuro rilievo è il rapido sviluppo del mercato dei cosiddetti minibond, una novità importante perché offre alle PMI italiane l'opportunità di un coinvolgimento nel circuito obbligazionario. La costituzione di questo mercato risale a poco più di tre anni fa (Decreto Sviluppo, DL 83/2012). L'impianto normativo iniziale è stato perfezionato da alcuni successivi interventi che hanno rafforzato le possibilità di crescita del mercato. Altri interventi, invece, non hanno avuto (almeno per ora) la ricaduta attesa (in particolare, quelli che rendono possibile ad assicurazioni e fondi pensione la sottoscrizione di questi titoli).

In sintesi, i minibond sono obbligazioni *corporate* a medio-lungo termine che beneficiano dello stesso regime legale e fiscale previsto per le emissioni delle società quotate. Le società emittenti possono essere quotate o non quotate; non possono essere micro imprese⁷; devono aver chiuso l'ultimo esercizio con un risultato positivo. La normativa consente di derogare da quanto previsto dal Codice Civile in tema di ammontare dell'emissione (l'art. 2412 fissa il limite nel doppio del capitale sociale più riserve disponibili). Le procedure per l'emissione sono molto semplificate ma il collocamento è consentito solo presso investitori professionali.

L'esclusione del pubblico *retail* dai possibili sottoscrittori è circostanza riscontrata in tutte le esperienze analoghe esistenti all'estero, con l'eccezione della Francia e della Germania. Il coinvolgimento della clientela *retail* potrebbe rendere più liquido il mercato secondario di queste emissioni ma altresì renderebbe più vulnerabile l'intero circuito (in Germania i numerosi casi di *default* verificatisi hanno ridotto lo scorso anno le nuove emissioni ad appena una decina)⁸. Controvalore e numero contratti del mercato ExtraMOT PRO (lo specifico segmento di Borsa Italiana nel quale sono quotati i

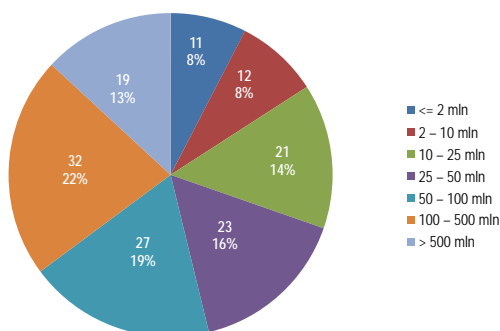
⁷ Si definiscono microimprese le imprese con meno di 10 dipendenti e un fatturato/bilancio annuale inferiore a €2 mln.

⁸ Lo scorso anno primo caso di *default* in Italia (una società entrata in concordato preventivo).

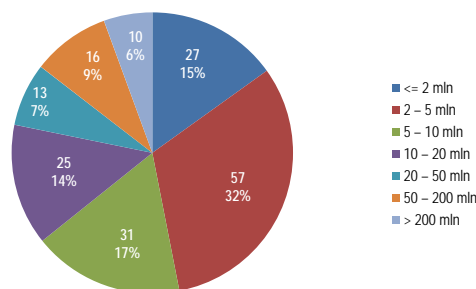
minibond) sono aumentati ma si tratta di numeri contenuti e poco suscettibili di crescita. A questa conclusione spingono sia le modalità di emissione (frequentemente sottoscritte da un numero molto ristretto di investitori) sia la diffusa presenza di investitori che operano con una logica *'buy-and-hold'*. Da qui la maggiore frequenza con la quale viene deciso di non procedere alla quotazione⁹. In Italia, comunque, un'eventuale apertura alla clientela *retail* richiederebbe la redazione di un prospetto informativo, adempimento che allungherebbe sensibilmente i tempi di preparazione (ora entro i 2-3 mesi) e i costi complessivi (per un'emissione di 50 mln stimati al 3-4%).

I progressi del mercato dei minibond¹⁰ sono rilevanti. Nei tre anni che separano novembre 2012 (prime due operazioni) da dicembre 2015 risultano perfezionate 179 emissioni (di cui oltre l'80% di importo inferiore a €50 mln), da parte di 145 imprese (di cui 65 PMI) per un importo complessivo di €7,2 mld.

**Mercato dei minibond:
numero imprese emittenti per
dimensione del fatturato consolidato**



**Mercato dei minibond:
numero emissioni per classe di importo**



Fonte: Politecnico di Milano – Osservatorio Mini-Bond, Il Report italiano sui Mini-Bond, febbraio 2016.

Fonte: Politecnico di Milano – Osservatorio Mini-Bond, Il Report italiano sui Mini-Bond, febbraio 2016.

Nell'ultimo anno risultano completate 78 emissioni da parte di 54 imprese, delle quali 26 PMI; 48 le società che hanno debuttato come emittenti. L'ammontare complessivo delle emissioni si è aggirato nel 2015 intorno a €1,5 mld, quindi meno di un decimo delle emissioni delle società non finanziarie e il 3% circa delle emissioni delle imprese non bancarie (finanziarie e non finanziarie). Sul piano dei volumi quella dei minibond è, quindi, un'esperienza ancora molto limitata; molte caratteristiche fanno però ritenere che (gradualmente) possa diventare un importante fattore di trasformazione del mercato dei titoli societari.

Tra le 145 imprese titolari di almeno un'emissione, 23 (16%) hanno un fatturato inferiore a €10 mln; viceversa, 41 (28%) sono di rilevanti dimensione (fatturato superiore a €100 mln), con 19 tra esse al di là dei €500 mln. Sotto il profilo dei settori di attività predomina quello manifatturiero.

Per quanto riguarda le modalità di rimborso, quella *bullet* (rimborso del capitale interamente alla scadenza del titolo) prevale (poco meno del 60% dei casi) su quella *amortizing* (rimborso graduale nel tempo). La prevalenza è decisamente ampia per le

⁹ Su un totale di 179 emissioni, 35 risultano non quotate al ExtraMOT PRO e altre 8 (di rilevante importo) risultano quotate su altri mercati (listini europei); se si considerano le sole emissioni 2015, quelle non quotate sfiorano il 30%.

¹⁰ Cfr. Politecnico di Milano – Osservatorio Mini-Bond, Il Report italiano sui Mini-Bond, febbraio 2016.

emissioni perfezionate da società quotate, per quelle di maggiore importo e per quelle a breve scadenza.

La durata media è di 5,7 anni, più bassa quando si considerano le emissioni delle sole PMI; cinque anni è la durata media delle emissioni 2015. Il rendimento corrisposto agli investitori è ovviamente funzione di molti fattori (la durata, la rischiosità dell'emittente, la presunta liquidità del titolo, la presenza di garanzie, etc). Tralasciando le emissioni a tasso variabile (poco più di un decimo dei casi), il rendimento si posiziona su livelli relativamente elevati (media e mediana a 5,6-5,7%). Interessante quanto emerge dall'analisi dell'impatto dell'emissione di minibond sull'equilibrio economico/finanziario dell'impresa. Su un totale di 55 casi esaminati, sono ben 26 le imprese classificabili ad alto rischio (margine operativo lordo già negativo o incidenza degli oneri finanziari su questo margine superiore al 50% dopo il completamento dell'emissione). In questi casi gli investitori hanno evidentemente ipotizzato che le risorse raccolte possano modificare radicalmente le prospettive aziendali.

Numerose circostanze segnalano una graduale maturazione del mercato. È così interpretabile la tendenziale stabilizzazione della dimensione media delle emissioni (€22 mln nel secondo semestre 2015). L'indicazione più importante viene però dalla mappa degli investitori per emissioni al di sotto dei €50 mln, quelle che in definitiva costituiscono la *mission* del mercato dei minibond: la tipologia prevalente è quella dei fondi chiusi di debito con una quota del 36% che sale però al 55% se si considerano le sole emissioni del 2015. Questa tendenza potrebbe consolidarsi ulteriormente per effetto dell'iniziativa avviata nella seconda metà del 2014 dalla Cassa Depositi e Prestiti. Con una logica simile a quella prima accennata per il *venture capital*, è stato costituito un fondo di fondi specializzato sui minibond (quotati e non quotati). Oltre all'investimento deliberato da CdP (€250 mln), il fondo ha raccolto risorse conferite da altri operatori bancari e sta traducendo in realtà le manifestazioni di interesse espresse da assicurazioni, casse previdenziali, fondi pensione. Nel 2015 risultavano deliberati investimenti in 10 fondi di *private debt* per un ammontare complessivo di €300 mln.

Se si guarda a quanto già raccolto e non ancora investito e si ipotizza raggiungibile quanto annunciato da operatori ora in fase di raccolta ne viene fuori un potenziale di crescita del mercato dei minibond decisamente ragguardevole (€1 mld).

La Bce può condizionare i processi in corso

Come segnalato in precedenza, i titoli di debito sembrano destinati a guadagnare spazio nel profilo dell'esposizione debitoria delle imprese, in Italia e nel resto dell'area euro. Questa evoluzione, ovviamente, è esposta a fluttuazioni di natura congiunturale: secondo i dati della Bce, nella seconda metà del 2015 in 5 dei 19 paesi dell'eurozona si è registrata una contrazione dei titoli in circolazione; se si guarda all'intero 2015 anche per l'Italia le emissioni nette risultano negative.

Il prevalere del canale bancario o, alternativamente, di quello della raccolta in titoli dipenderà in misura non secondaria dalle ricadute di alcune decisioni assunte dalla Bce nella riunione del 10 marzo scorso. Tra esse l'avvio di una nuova serie di operazioni a più lungo termine. Come quella precedente¹¹ (TLTRO varata nel giugno 2014) l'intervento farà affluire risorse agli istituti di credito che erogheranno nuovo credito a imprese e famiglie, in quest'ultimo caso con la conferma dell'esclusione dei mutui fondiari. Questo TLTRO II (così viene indicato nel comunicato stampa) partirà nel giugno prossimo e si articolerà in quattro appuntamenti trimestrali. I finanziamenti

¹¹ La prima esperienza di questo tipo (LTRO, Long Term Refinancing Operations, dicembre 2011-febbraio 2012) non poneva condizioni per quanto concerne le finalità di impiego delle risorse.

avranno scadenza a quattro anni (nella precedente TLTRO il rimborso di tutti i fondi era fissato nel settembre 2018, indipendentemente dal momento della erogazione); confermata la possibilità di rimborso anticipato dopo i primi due anni.

Uno degli aspetti di maggiore novità riguarda l'ammontare di risorse messo a disposizione di ciascun operatore. Sarà ben più consistente di quanto proposto dalla precedente edizione del TLTRO perché potrà arrivare fino al 30% dell'ammontare in bilancio delle tipologie di prestito finanziabili con questi fondi (7% il limite fissato nell'edizione di giugno 2014).

Non meno generoso il tasso d'interesse al quale verranno concessi questi fondi, tasso che nel TLTRO varato a giugno 2014 era fisso per tutta la durata delle operazioni e pari al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema alla data dell'operazione più uno spread fisso. Nel caso del TLTRO II il tasso sarà analogo a quello sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema alla data dell'operazione (ora pari allo 0%); se però l'ammontare dei nuovi finanziamenti erogati tra inizio febbraio 2016 e fine gennaio 2018 eccederà uno specifico livello (*benchmark*)¹² allora il tasso applicato verrà ridotto fino ad un massimo di fatto corrispondente al tasso di interesse sui depositi *overnight* presso la Bce al momento della definizione dell'operazione, tasso attualmente fissato a -0,40%. Quindi le banche che supereranno il *benchmark* avranno uno spazio non trascurabile per accrescere la loro capacità competitiva (riduzione dei tassi attivi) e/o migliorare la tenuta dei loro margini reddituali.

Nella riunione del 10 marzo, oltre al varo della TLTRO II, la Bce ha deciso anche di includere tra le attività ammissibili per gli acquisti regolari (da aprile ampliati fino a €80 mld) anche le obbligazioni denominate in euro emesse da società non bancarie situate nell'eurozona, con un rating almeno *investment grade*. I dettagli di questa seconda novità saranno resi noti nelle prossime settimane.

Entrambi questi interventi produrranno estese conseguenze sulla dialettica competitiva tra canale bancario e canale obbligazionario. L'intervento sul canale bancario attivato da TLTRO II è decisamente generoso nelle condizioni e ampio nei volumi. Sotto quest'ultimo aspetto le sette aste della TLTRO I hanno conferito in modo agevolato alle banche risorse per complessivi €425 mld (di cui €120 mld circa alle banche italiane); gli importi messi a disposizione dal TLTRO II potranno nella loro estensione massima raggiungere i €300 mld nel caso dell'Italia e sfiorare i €1.700 mld per l'intera eurozona. Sulla carta gli effetti della TLTRO I appaiono contenuti: tra settembre 2014 (data della prima asta) e gennaio 2016 nell'eurozona i prestiti agli altri residenti (mutui alle famiglie esclusi) sono aumentati di circa €50 mld, meno dell'1%.

Forse in assenza della TLTRO I il consuntivo avrebbe potuto essere più sfavorevole. E' stato però evidenziato che le operazioni TLTRO sono una risposta efficace a problemi di liquidità del circuito bancario (come fu evidente nel caso della LTRO del 2011-12); poco possono quando l'ostacolo, invece, è individuabile nella limitata disponibilità di patrimonio delle banche o nella elevata rischiosità della domanda (soprattutto dal lato delle imprese) o nelle incertezze della congiuntura economica. Come nel caso della TLTRO I, comunque non dovrebbe mancare un impatto sulla struttura dei tassi d'interesse attivi.

Non esistono precedenti per formulare ipotesi accurate sulle possibili ricadute delle operazioni di acquisto dei titoli *corporate*. Secondo un censimento attribuito alla banca d'investimento Merrill Lynch, nell'eurozona ci sarebbero in circolazione bond aziendali

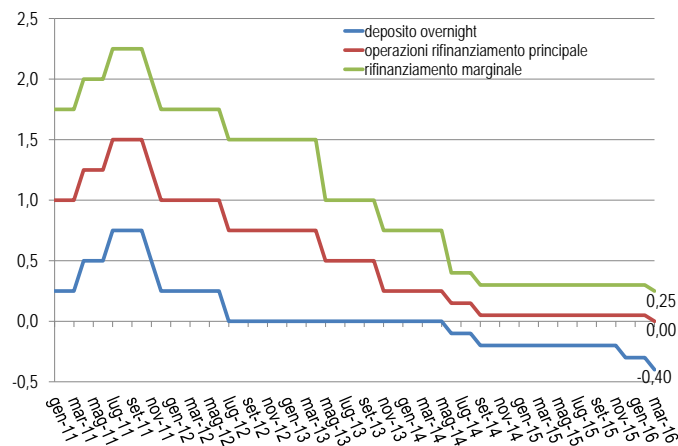
¹² La condizione per vedersi riconosciuto questo tasso negativo sulla raccolta l'ammontare dei nuovi prestiti dovrà eccedere il benchmark di almeno il 2,5% a fine gennaio 2018.

con le caratteristiche indicate dalla Bce per circa €550 mld dei quali €209 emessi da società francesi, €122 mld da società tedesche, €69 mld da società italiane e €57 da società spagnole. Gli eventuali acquisti della Bce farebbero scendere i rendimenti dei titoli in circolazione e quindi anche quelli richiesti per il collocamento delle nuove emissioni. Il circuito riconquisterebbe così una parte della competitività che la prima TLTRO aveva trasferito al canale bancario. Probabilmente deriveranno ricadute anche per i mercati dei titoli non suscettibili di acquisti da parte della Bce perché verso di essi si indirizzeranno gli investitori alla ricerca di rendimenti più significativi.

Gli effetti delle decisioni adottate dalla Banca Centrale europea all'inizio di marzo 2016 saranno importanti. Nell'insieme, però, è difficile pronosticare se e quale dei circuiti di finanziamento delle imprese risulterà più favorito. L'auspicio è che (combinandosi con altre circostanze) questo intervento della Bce non si risolva comunque in un "gioco a somma zero".

I tassi Bce

(val. %)



Fonte: Bce

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.
Direttore responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com