



Università  
Ca'Foscari  
Venezia

Corso di Laurea  
in Amministrazione Finanza e  
Controllo  
LM77-Scienze economico aziendali  
Ordinamento ex D.M.  
270/2004

Tesi di Laurea

**IL CREDITO ALLE IMPRESE DOPO LA CRISI:  
VALUTAZIONE EMPIRICA DI UTILIZZO DEI FINANZIAMENTI IN POOL**

**Relatore**

Prof. Gloria Gardenal

**Correlatore**

Prof. Antonio Proto

**Laureando**

Marta Pessotto

866066

**Anno Accademico**

2017/2018

*A mia nonna  
che mi ha insegnato a non mollare mai*

# INDICE

Introduzione	1
1. Liquidità e solvibilità in banca, la crisi finanziaria e le soluzioni	3
1.1 Liquidità e solvibilità nelle banche: i rischi di credito	5
1.2 La crisi finanziaria e le sue ripercussioni sul sistema bancario	7
1.3 Crisi del debito sovrano europeo	11
1.4 Crisi finanziaria come crisi di liquidità	13
1.5 Interventi di politica monetaria e riforme regolamentari	16
1.6 La strada che ha portato a Basilea III	17
1.7 Basilea III	22
2. I prestiti alle imprese dopo la crisi e dopo Basilea III	27
2.1 Le dimensioni della performance bancaria dopo la crisi	28
2.2 Le contromisure metodologiche e le strategie emergenti	31
2.3 Nuove competenze di analisi d'impresa	33
3. La nascita di un nuovo strumento di finanziamento: il finanziamento in pool	41
3.1 Descrizione del fenomeno e funzione economica	42
3.2 Storia ed evoluzione	44
3.3 Caratteristiche principali	45
3.4 La richiesta del finanziamento	46
3.5 Dal conferimento del mandato all'erogazione	50
3.6 Banca capofila e banca arranger: individuazione dei doveri e delle responsabilità dell'arranger	55
3.7 Posizione delle Banche	58
3.8 La Remunerazione	66

3.9 Gestione dell'intero credito nel fallimento e nelle soluzioni negoziali della crisi del soggetto finanziato. Rinegoziazione delle condizioni di finanziamento	68
4. Analisi empirica di utilizzo dei finanziamenti in pool	71
4.1 Fasi iniziali dell'analisi	72
4.2 Analisi della tipologia di operazioni in pool	76
4.3 Analisi sulla redditività	77
4.4 Conclusioni dell'analisi reddituale	79
4.5 Analisi rischio-rendimento	80
4.6 Vantaggi qualitativi	81
Conclusioni	82
Bibliografia	84
Sitografia	86
APPENDICE I: term sheet di contratto di finanziamento in pool	87
Ringraziamenti	95

## INTRODUZIONE

Il presente elaborato si pone un duplice obiettivo. In primo luogo, esso intende sviluppare una trattazione generale dei temi della liquidità e della solvibilità in banca, e un'analisi del ruolo della liquidità nella recente crisi finanziaria e delle conseguenti soluzioni regolamentari. La crisi finanziaria del 2007, iniziata nel mercato dei mutui *subprime* statunitensi e diffusasi nel sistema finanziario ed economico globale e la conseguente crisi del debito sovrano europeo sono state, per molti aspetti, delle crisi di liquidità e hanno richiamato l'attenzione delle autorità regolamentari sull'importanza della solidità patrimoniale e del grado di liquidità degli istituti bancari nella prospettiva della stabilità del sistema finanziario ed economico in generale. La risposta alla crisi finanziaria da parte del comitato di Basilea è stata la pubblicazione di Basilea III nel Dicembre 2010: tra le riforme regolamentari previste assumono particolare importanza i temi della qualità del patrimonio e l'introduzione di nuovi requisiti di liquidità. L'elaborato prosegue andando ad analizzare come è cambiata l'erogazione bancaria di prestiti alle imprese dopo la crisi e dopo Basilea III. In seguito a questi eventi è andata in crisi la metodologia di calcolo dell'affidabilità e del rating su base statistica a causa della difficoltà della banca di andare a valutare l'impresa cliente nello specifico delle sue condizioni di business. Così gli operatori si sono posti l'obiettivo di avvicinarsi di più al debitore, specializzandosi in modo da riuscire ad analizzare in modo più dinamico le opportunità che hanno da offrire loro le imprese e valutare meglio il rischio di credito insito nella concessione dei finanziamenti. Tra le nuove competenze dell'analisi d'impresa, l'elaborato si concentra sull'utilizzo del ROE (*Return on Equity*) come indicatore di performance. Tale indice risulta dal rapporto tra l'utile netto e il patrimonio netto ante distribuzioni deliberate ed è direttamente collegato al grado di soddisfazione degli azionisti in quanto esprime il livello di rendimento netto nel breve periodo. Tale indicatore è importante perché ci da una misura del massimo aumento dei debiti che non farebbe crescere la leva finanziaria ed è legato ai valori di mercato.

Il secondo obiettivo che si pone la tesi, è esposto negli ultimi due capitoli. Esso si concentra sulla nascita di un nuovo strumento di finanziamento di cospicua entità, denominato finanziamento in pool. La ragione che muove questa analisi è data

principalmente dall'importanza assunta da queste tipologie di finanziamento all'interno dei mercati finanziari, nonché delle relative funzionalità ad essi sottesi, come l'entità della somma erogata e il partizionamento del rischio fra i co-finanziatori. Nel capitolo teorico si va ad analizzare il fenomeno in tutte le sue parti, partendo dalla sua storia e evoluzione, fino alla gestione dei rapporti contrattuali. Sono esposte le caratteristiche principali dell'operazione, la procedura che porta alla stesura del contratto e il ruolo dei vari soggetti partecipanti. Nell'ultimo capitolo empirico, invece, si intende effettuare un'analisi di mercato relativamente all'utilizzo del finanziamento in pool da parte delle banche. La valutazione è stata effettuata insieme ad una delle maggiori banche d'investimento italiane e mostra come sia nettamente più redditizio l'utilizzo di questi strumenti sindacati. I vantaggi vengono valutati sia dal punto di vista quantitativo, in seguito a calcoli effettuati su database forniti dall'istituto di credito, sia dal punto di vista qualitativo, concorrenziale e di posizionamento.

# CAPITOLO 1: LIQUIDITÀ E SOLVIBILITÀ IN BANCA, LA CRISI FINANZIARIA E LE SOLUZIONI

## INTRODUZIONE

Il presente capitolo sviluppa in linea generale i temi della liquidità e della solvibilità nelle banche. I rischi connessi alle due tematiche sono individuati come i principali rischi connessi al rischio di credito. Il rischio di liquidità si può dividere in due varianti dal lato passivo e dal lato attivo: in entrambi i casi, nel momento in cui si concretizzano, spingono le banche a dover monetizzare rapidamente le attività detenute ad un prezzo inferiore rispetto a quello previsto, mettendo così a rischio la loro solvibilità. Il rischio di insolvenza è la tipologia di rischio connessa alla controparte che smette di onorare in modo regolare i pagamenti previsti sul prestito. Una banca insolvente è necessariamente illiquida, ma non vale sempre il contrario, anche se le probabilità sono elevate. I metodi per fronteggiare tali rischi sono diversi e tra loro intercambiabili. Infatti uno studio ha dimostrato che per risolvere il problema della liquidità è utile che una banca ricorra al finanziamento. Questa entrata nel mercato, aumenta il rischio di credito, ma a sua volta l'accentuazione del grado di concorrenza tra banche che ne consegue, accresce la liquidità del prestito e quindi a sua volta fa diminuire il rischio di liquidità. La recente crisi finanziaria, che ha avuto origine dalla crisi dei mutui statunitensi, e la conseguente crisi del debito sovrano europea hanno portato a un deterioramento per quanto riguarda le condizioni di liquidità degli istituti bancari e dei mercati finanziari. Alla nascita della crisi il modello di business delle banche stava cambiando e si stava trasformando in un modello "*originate and distribute*" secondo cui le banche, tramite la cartolarizzazione, riuniscono i prestiti erogati in pool per poi rivenderli.

Il secondo fenomeno rilevante è la crescente raccolta a breve termine; i prestatori di fondi prestano a breve ma i prenditori necessitano di finanziamenti a lungo termine. Questo meccanismo espone le banche a un alto rischio di liquidità. L'orientamento delle banche al rischio di rifinanziamento era elevatissimo e un ulteriore deterioramento delle condizioni di liquidità dei mercati su cui esse si finanziavano

ha condotto il sistema finanziario a una condizione di stress senza precedenti (2007). Ciò ha portato ad una vera e propria esplosione dell'offerta dei prestiti a tassi d'interesse ridotti e di bassissima qualità, che ha gettato le basi della grande crisi finanziaria. Vari sono i meccanismi di trasmissione della crisi che i vari studiosi hanno rilevato. Si cerca quindi di spiegare come uno shock relativamente ridotto possa provocare un veloce danneggiamento delle condizioni di liquidità fino a comportare una crisi finanziaria. Primo fra tutti è *l'effetto network*, citato da Brunnermeier (2009), che si verifica quando il sistema finanziario è caratterizzato dall'interconnessione degli operatori, in questo caso l'aumento della percezione del rischio di credito della controparte, nel momento in cui si realizza, crea ulteriore necessità di fondi. Alla crisi finanziaria fece seguito nel 2010 la crisi del debito sovrano europeo. Il clima generale era di sfiducia verso le controparti bancarie: le banche smisero di scambiarsi fondi sul mercato interbancario. Nel luglio 2011 tale mercato subì un congelamento sostanziale. Tutto ciò portò ad un brusco deterioramento delle condizioni di liquidità delle banche a causa soprattutto della loro eccessiva esposizione al rischio di difficoltà del rinnovo dei finanziamenti a breve termine in generale (*rollover risk*). La BCE intervenne con delle politiche di sostegno per sanare la crisi. Nel 2008, ad esempio ha previsto che le aste per le operazioni di rifinanziamento principale e per le *Longer Term Refinancing Operations* (LTRO) avvenissero a un tasso fisso. Nel maggio 2010, la BCE ha annunciato il *Securities Markets Program* tramite il quale ha iniziato a comprare il debito dei governi europei. Inoltre nel 2010 il BCBS<sup>1</sup> intervenne con la pubblicazione di Basilea III, che mirava a riformare e integrare le disposizioni di Basilea II rivelatesi inadatte o insufficienti al perseguimento degli obiettivi di vigilanza prudenziale. Il nuovo obiettivo è di prevenire l'eccessiva assunzione di rischi da parte degli operatori e rendere il sistema finanziario più solido e uniforme. Le nuove regole hanno riguardato unicamente gli intermediari finanziari e riguardano l'introduzione di standard minimi di liquidità, una nuova definizione di capitale, una più attenta copertura dei rischi che comprenda una più marcata vigilanza della leva finanziaria e l'introduzione di misure anticicliche.

---

<sup>1</sup> Basel Committee on Banking Supervision

La morale di Basilea III non è altro che fare leva sul fatto che tutte le manovre compiute da una banca comportano dei rischi e quindi la possibilità di avere perdite. Più le operazioni sono rischiose, più grandi possono essere le perdite e quindi maggiore è la quantità di denaro che la banca deve raccogliere per tutelarsi. Le banche saranno tanto più solide quanto le loro imprese clienti lo saranno. Le imprese devono quindi puntare ad un rafforzamento patrimoniale per aumentare il grado di fiducia e aumentare la redditività e i flussi di cassa per ottenere un buon rating.

### **1.1 Liquidità e solvibilità nelle banche: i rischi di credito**

L'attività bancaria tradizionale consiste nella raccolta del risparmio e nell'erogazione del credito. Solitamente la prima è a breve termine, mentre la seconda è a lungo termine. Uno dei maggiori rischi che attaccano gli istituti bancari nel normale svolgimento della loro attività è il rischio di liquidità, strettamente connesso al rischio di credito.

Il rischio di liquidità nasce dall'esistenza di un *mismatching* temporale tra le passività, tipicamente a breve termine e le attività, tipicamente a lungo termine.

Il **rischio di liquidità** può essere distinto in due tipologie<sup>2</sup>:

- rischio passivo (*liability-side*): quando i prestatori di fondi cercano di monetizzare immediatamente i fondi prestati alla banca, avviene una sorta di corsa agli sportelli. In questo caso la banca userà le riserve di liquidità per far fronte alle obbligazioni verso i suoi prestatori di fondi. Tuttavia, poiché le banche tendono sempre a ridurre al minimo le proprie riserve di liquidità investendo in attività illiquide ma con un rendimento maggiore, esse potrebbero essere costrette a dover monetizzare rapidamente le attività detenute a un prezzo inferiore rispetto a quello che avrebbero ottenuto se non avessero dovuto compiere queste operazioni straordinarie, mettendo a rischio così la loro solvibilità;

---

<sup>2</sup> Alemanni, Anolli, Millon Cornett e Saunders (2011)

- rischio attivo (*asset-side*): quando un cliente della banca utilizza la sua linea di credito immediatamente in bilancio, questo può generare domanda di liquidità. E le conseguenze sono analoghe a quelle analizzate al lato del passivo.

Il **rischio di insolvenza** è un'altra tipologia di rischio di credito. Esso è il "*rischio connesso all'insolvenza della controparte che dichiara fallimento o comunque smette di onorare regolarmente i pagamenti previsti sul prestito*"<sup>3</sup>. In generale una banca si trova in stato di insolvenza quando il valore delle attività è inferiore alle sue passività, per cui la banca ha eroso completamente il suo patrimonio netto.

Una banca liquida è anche solvibile, per cui se è insolvente diventerà sicuramente illiquida, mentre dall'altra parte, una banca illiquida non è necessariamente insolvente, ma tante sono le possibilità che lo diventi.

Vi sono due aspetti molto importanti relativamente al concetto di liquidità che devono essere considerati<sup>4</sup>: in primo luogo è importante considerare la trasformazione delle scadenze, ovvero la *maturity* delle attività e delle passività di una banca; in secondo luogo si deve considerare il grado di liquidità delle attività detenute dalla banca, ossia la velocità e l'efficienza con cui queste possono venir monetizzate. Liquidità e insolvenza sono infatti concetti molto legati tra loro, ma è utile sottolineare come in realtà essi siano differenti e non intercambiabili. L'insolvenza è un problema di *stock* strutturale, mentre l'illiquidità si riferisce a un problema di *cash flow* e di *pricing* delle attività. La distinzione di questi due concetti è importante perché differenti sono le modalità con cui fronteggiare una crisi di liquidità e di insolvenza.

Ad esempio nel caso in cui tutti gli investitori a breve termine richiedano un rimborso del debito, la banca deve usare le proprie riserve di liquidità, che vengono così consumate lasciando la banca in uno stato di illiquidità che può provocare anche insolvenza. Per coprirsi da tale rischio le banche devono ricorrere a fonti di finanziamento. Tutto ciò si ripercuote sulla competitività dei prestiti. Tuttavia uno studio<sup>5</sup> ha rilevato che la concorrenza delle banche sul mercato dei prestiti migliora

---

<sup>3</sup> Resti e Sironi (2008)

<sup>4</sup> Goodhart (2008)

<sup>5</sup> Cai e Thakor (2008)

il grado di liquidità dei prestiti stessi, e dunque le condizioni di liquidità delle banche. Inoltre si è scoperto che i prestiti che espongono di più la banca al rischio di credito possono esporla a un minore rischio di liquidità nel caso di totale assenza di concorrenza tra banche. Così le banche sono incentivate ad aumentare la predisposizione al rischio di credito per gestire meglio il rischio di liquidità.

## **1.2 La crisi finanziaria e le sue ripercussioni sul sistema bancario**

La recente crisi finanziaria, che ha avuto origine dalla crisi dei mutui statunitensi e la conseguente crisi del debito sovrano europea hanno portato a un deterioramento per quanto riguarda le condizioni di liquidità degli istituti bancari e dei mercati finanziari, ed hanno influenzato le banche stesse a fare più attenzione per quanto riguarda la corretta gestione del rischio di liquidità così da non compromettere la loro stabilità e quella dell'intero sistema economico. Le crisi finanziarie sono un fenomeno che si manifesta nella storia da sempre, ma la crisi del 2007-2009 è risultata di significativa importanza in quanto l'intero sistema finanziario globale ha rischiato il collasso. Le più grandi istituzioni finanziarie hanno avuto bisogno dell'intervento dello stato, i prezzi delle azioni hanno raggiunto livelli bassissimi e le stesse banche hanno razionato il credito alle imprese provocando una contrazione dei prestiti al consumo e degli investimenti.

Successivamente alla crisi, si è andati incontro ad una trasformazione del modello di business delle banche.

La crisi ha avuto origine negli USA. L'economia statunitense era caratterizzata da livelli piuttosto bassi dei tassi d'interesse, per effetto di una passata politica monetaria espansiva e di ingenti flussi di capitali provenienti dall'estero. Allo stesso tempo il modello di business delle banche stava cambiando e si stava trasformando in un modello "*originate and distribute*" secondo cui le banche, tramite la cartolarizzazione<sup>6</sup>, riuniscono i prestiti erogati in pool per poi rivenderli. Inoltre le banche finanziavano sempre più le proprie attività con fondi a breve, aumentando così sempre di più il grado di rischio dei finanziamenti. Per quanto riguarda la

---

<sup>6</sup> Cessione di attività e/o passività di una società attraverso cui si costruiscono emissioni con la trasformazione di ciò che ho scambiato in titoli obbligazionari che vengono poi collocati presso il mercato pubblico.

cartolarizzazione, le banche possono creare prodotti strutturali per ridurre il rischio di bilancio chiamati CDO (*collateralized debt obligations*): questi vengono divisi in *tranches* e venduti a investitori con diversi profili di rischio. La banca trasferisce così il portafoglio a uno *special Purpose Vehicle (SPV)*, un soggetto creato appositamente per raccogliere i flussi di cassa generati dal portafoglio di attività per poi distribuirli a coloro che detengono i vari CDO. Il secondo fenomeno rilevante è la crescente raccolta a breve termine; i prestatori di fondi prestano a breve ma i prenditori necessitano di finanziamenti a lungo termine. Questo meccanismo si ripercuote anche nel mercato dei CDO e ciò espone le banche a un alto rischio di liquidità in quanto i veicoli di investimento si trovano in difficoltà nel reperire fondi e nel rinnovare i loro debiti e perciò chiedono liquidità alla banca sponsor, la quale si vede costretta a conferire liquidità al veicolo originato per ridurre la sua esposizione al rischio di finanziamento. L'esposizione delle banche al rischio di rifinanziamento era elevatissima e un ulteriore deterioramento delle condizioni di liquidità dei mercati su cui esse si finanziavano ha condotto il sistema finanziario a una condizione di stress senza precedenti (2007). Le banche hanno perso il controllo dell'erogazione di prestiti in conseguenza della diffusione dei veicoli e ciò ha portato ad una vera e propria esplosione dell'offerta dei prestiti a tassi d'interesse ridotti e di bassissima qualità, che ha gettato le basi della grande crisi finanziaria.

La principale causa della crisi è proprio la nascita dei mutui *subprime*<sup>7</sup>, la quale ha messo a repentaglio il corretto canale di funzionamento di intermediazione fondi, portando alla crisi e al fallimento i più importanti colossi finanziari tra cui il noto fallimento di *Lehman Brothers* nel settembre 2008.

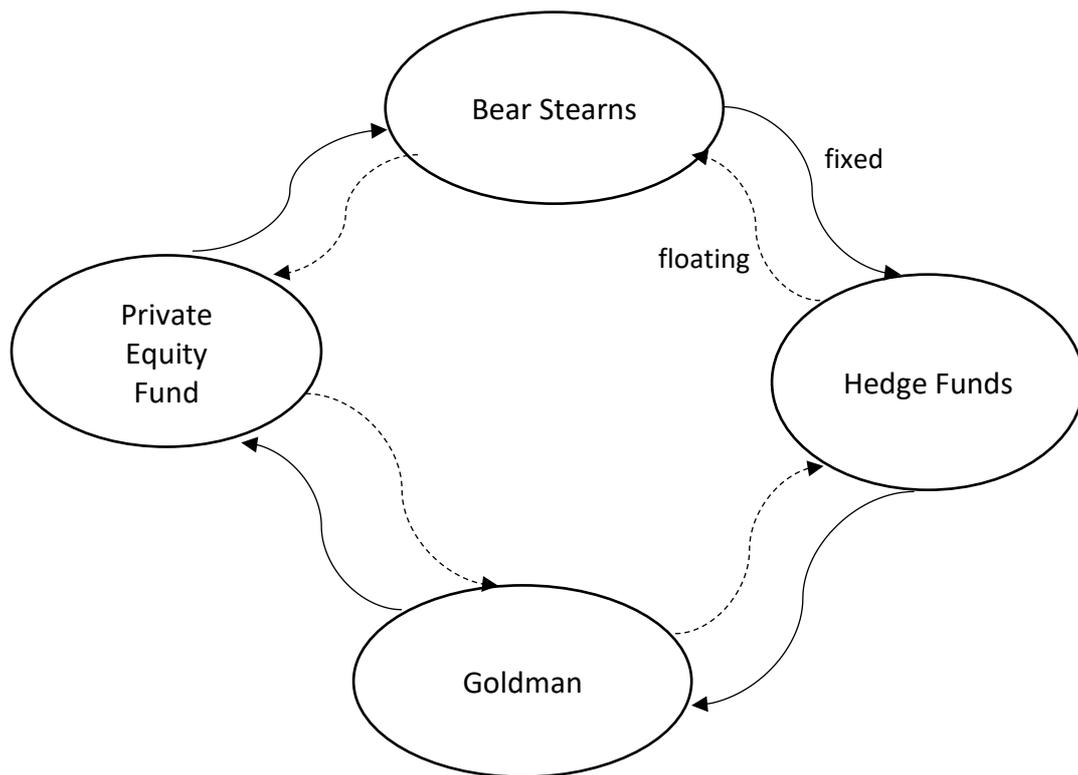
Nel periodo che ha preceduto la crisi finanziaria del 2007, i prezzi delle attività e dei crediti sono cresciuti significativamente. Questo trend di crescita iniziato nel 2002 è stato seguito da un brusco e vertiginoso calo dei prezzi, segnando l'inizio della crisi finanziaria. La formazione delle bolle dei prezzi è sicuramente stata causata da una politica monetaria espansiva da parte delle autorità: le Banche Centrali dovrebbero adottare una politica monetaria restrittiva nei periodi in cui le banche hanno abbondante liquidità, in modo da ridurre le loro riserve libere e contenere la loro

---

<sup>7</sup> Prestiti immobiliari concessi anche a fronte di un rischio elevato, caratterizzati da un possibile aumento dei tassi di interesse e da maggiori oneri.

propensione all'assunzione del rischio. Il contagio delle banche e la trasmissione della crisi all'intero sistema economico sono stati tra i fenomeni più rilevanti.

Vari sono i meccanismi di trasmissione della crisi che i vari studiosi hanno rilevato. Si cerca quindi di spiegare come uno shock relativamente ridotto possa provocare un veloce danneggiamento delle condizioni di liquidità fino a comportare una crisi finanziaria. Primo fra tutti è *l'effetto network*, citato da Brunnermeier (2009), che si verifica quando il sistema finanziario è caratterizzato dall'interconnessione degli operatori. L'autore cita l'esempio di Bear Stearns del 2008, per spiegare che nel momento in cui si verifica un rischio di credito nella controparte, si verificano ulteriori necessità di finanziamento fino ad arrivare anche ad una situazione di rischio sistemico. Ricordando che le controparti generalmente si impegnano a scambiare a determinate scadenze la differenza tra un tasso d'interesse variabile e un tasso fisso, si tenga in considerazione un *hedge fund* che scambia un *interest rate swap* con Goldman Sachs. Successivamente a ciò si consideri il caso in cui l'*hedge fund* compensi la sua posizione con un ulteriore swap con Bear Stearns. Se non esiste rischio di credito, i due contratti possono venir visti come un unico swap tra Goldman e Bear Stearns. In questo caso per Goldman non è conveniente rinnovare il contratto se prevede un inadempimento da parte di Bear Stearns. L'11 Marzo 2008, dopo la chiusura delle negoziazioni, a Goldman è stato chiesto un aumento dell'esposizione diretta verso Bear Stearns e il contratto venne rinnovato la mattina successiva. Questo ritardo venne interpretato come una sorta di esitazione da parte di Goldman per timore sulle condizioni della controparte. Questo può aver provocato una successiva corsa agli sportelli subita da Bear Stearns. Con questo esempio si vuole spiegare come l'aumento della percezione del rischio di credito della controparte, nel momento in cui si realizza, crea ulteriore necessità di fondi. Per fare in modo che tutte le controparti siano ugualmente coperte dal rischio, Bear Stearns avrebbe potuto compensare la sua posizione con un fondo di *private equity* che a sua volta compensa con Goldman Sachs.



Fonte: Brunnermeier, M.K. "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008", Journal of Economic Perspectives.

Nonostante il fatto che ogni controparte in questo caso è coperta dal rischio, a sua volta ogni parte conosce solo le proprie obbligazioni e non quelle dell'intero sistema di relazioni; per questo emerge sempre la preoccupazione del rischio di credito della controparte. Se le due banche non permettono al fondo di *private equity* e all'*hedge funds* di compensare a sua volta le loro posizioni di segno opposto, questi dovranno procurarsi più liquidità per coprirsi dal rischio, oppure acquistare *credit default swaps* (CDS). Questo è accaduto successivamente al fallimento di Lehman Brothers del 15 settembre 2008. Tutti i maggiori istituti di investimento acquistarono CDS per coprirsi tra di loro dal rischio delle controparti. In due giornate di negoziazione, il prezzo di tali strumenti più che raddoppiò. Questo fenomeno, accompagnato dal crescente ricorso ai prodotti strutturati, contribuì all'aumento del rischio sistemico e rese opache le relazioni tra gli intermediari finanziari.

Altri studiosi del settore hanno proposto spiegazioni alternative all'effetto network tra banche come causa di contagio. Comune è la tesi che vede nel fallimento di una banca un motivo di riduzione del pool di liquidità nel sistema e così viene alimentato

il deficit aggregato di liquidità provocando un contagio dei fallimenti e il malfunzionamento dell'intero sistema.

### **1.3 Crisi del debito sovrano europea**

Alla crisi finanziaria fece seguito nel 2010 la crisi del debito sovrano europeo. Le cause che portarono a questa ulteriore crisi sono molteplici:

- molti paesi avevano alti livelli di indebitamento già prima del 2007: nel 2007 i paesi più indebitati dell'area euro erano la Grecia e l'Italia, con un rapporto debito-PIL rispettivamente pari a 105,4% e 103,6%<sup>8</sup>;
- il settore pubblico di molti paesi era in deficit a causa degli interventi di sostegno al settore bancario, della riduzione del gettito fiscale e dei programmi di spesa: il maggior aumento del rapporto debito-PIL lo ebbe l'Irlanda (71,2%), seguita da Grecia (37,4%), Portogallo (24,7%), Spagna (24%), Germania (18,3%) e Italia (15,4%);
- nonostante l'aumento di capitale, le banche europee avevano ancora un alto grado di leva finanziaria;
- le banche avevano grandi esposizioni sul debito sovrano domestico;
- le disposizioni regolamentari, Basilea II e Basilea III, favorivano le banche che detenevano debito sovrano, poiché per gran parte di esso il fattore di ponderazione per il rischio è nullo.

La Grecia fu il primo stato ad aver bisogno di un intervento pubblico nel 2009. Nell'estate del 2011 il mercato finanziario stava subendo forti tensioni. Il clima generale era di sfiducia verso le controparti bancarie: le banche smisero di

---

<sup>8</sup> Dati presi da Eurostat

scambiarsi fondi sul mercato interbancario. Nel luglio 2011 tale mercato subì un congelamento sostanziale, il sistema bancario europeo aveva gravi problemi di *funding* e per questo perse anche i finanziamenti degli investitori statunitensi.

Riferendoci a quanto relazionato nel Committee on the Global Financial System e dalla Banca d'Italia nel 2011, possiamo individuare quattro canali di trasmissione della crisi del debito sovrano sull'attività delle banche. Ciò che ha contribuito al contagio è senza dubbio il ribasso dei prezzi dei titoli pubblici. Questo provoca una riduzione delle attività detenute dalle banche e ciò è impattante sui bilanci delle stesse. La svalutazione dei titoli pubblici dipende dal metodo con cui vengono contabilizzati e classificati. Le variazioni di valore dei titoli potrebbero essere iscritte direttamente a conto economico, oppure possono venir inizialmente iscritte a riserva di valutazione e successivamente riportate in conto economico solo in caso di *impairment*, ovvero se si verifica che il valore con cui sono state iscritte è superiore rispetto a quello effettivamente recuperabile. In ogni caso i titoli sono valutati a *fair value*.

Le banche usano i titoli pubblici come collaterali nelle operazioni di rifinanziamento presso la BCE e nei pronti contro termine passivi con altre controparti. Se il valore dei titoli diminuisce, diminuisce anche il valore del collaterale e a causa di questa riduzione, alcune attività potrebbero venir escluse dalla possibilità di essere usate come collaterale. Tuttavia quest'ultimo canale di trasmissione ha avuto un peso limitato grazie alla flessibilità della BCE nella definizione del pool di attività utilizzabili a garanzia dei rifinanziamenti. Un ultimo canale di trasmissione si registra nella relazione tra *ratings* del debito pubblico e degli emittenti privati. Il ribasso dei *ratings* dei titoli di stato ha come conseguenza anche il declassamento degli emittenti privati, tra cui le banche, che in questo modo incontrano maggiori difficoltà nella raccolta di fondi e potrebbero essere escluse da alcuni mercati. Inoltre il ribasso dei prezzi dei titoli di stato riduce il valore delle garanzie pubbliche sulle passività bancarie. Tali garanzie possono essere implicite e quindi legate alle aspettative sugli interventi del governo in caso di difficoltà delle banche, con lo scopo di limitare il rischio sistemico o esplicite se vanno a sostegno delle banche, come ad esempio le iniezioni di capitale o le garanzie sull'emissione delle obbligazioni.

## 1.4 Crisi finanziaria come crisi di liquidità

Con lo scoppio della crisi, il rischio di insolvenza bancario aumentò a causa dell'esposizione sulle attività tossiche ed aumentarono le difficoltà di finanziamento mediante depositi poiché rischiosi e privi di garanzia. Gli afflussi di depositi diminuirono e il loro deficit *loan to deposit* aumentò. Le banche hanno allora aumentato i tassi di rendimento per attrarre clientela, ma i finanziamenti non bastavano comunque a coprire il deficit, per cui furono costrette a razionare il credito. Solo grazie al supporto del governo le banche hanno potuto mantenere il ruolo di fornitori di liquidità. Tutto ciò portò comunque ad un brusco deterioramento delle condizioni di liquidità delle banche a causa soprattutto della loro eccessiva esposizione al rischio di difficoltà del rinnovo dei finanziamenti a breve termine in generale (*rollover risk*).

Gli autori Acharya Gale e Yorulmazer hanno notato il fatto che molti istituti bancari e altri intermediari, che negli anni precedenti alla crisi avevano fatto ampio ricorso al finanziamento a breve, si trovarono fin troppo esposti al rischio sul rinnovo e si ritrovarono ad affrontare pericolose condizioni di dissesto. Gli studiosi con l'aiuto di un modello provano a spiegare il congelamento del mercato che è avvenuto in seguito a questi eventi, ponendo l'attenzione su come un piccolo shock sul valore delle attività possa determinare un crollo della capacità degli istituti di indebitarsi.

Si registra un vero e proprio congelamento dei mercati quando la capacità d'indebitamento è solo una piccolissima quota del valore fondamentale dell'attività. Facciamo presente che in un mercato efficiente, la capacità di indebitamento di un'attività è pari al suo valore fondamentale. Si parla di vero e proprio congelamento quando il valore fondamentale è molto vicino al massimo valore attribuibile all'attività e la capacità di indebitamento è invece molto vicina al valore minimo dell'attività. Il modello parte dalla stesura di tre ipotesi: il debito ha una durata media più breve delle attività e doveva essere rinnovato frequentemente; in caso di insolvenza del debitore, i creditori possono vendere il collaterale a un basso costo di liquidazione e le probabilità di cedere il collaterale a un'acquirente che non si affida all'indebitamento a breve termine è sufficientemente bassa. Se esiste una consistente probabilità di insolvenza, è auspicabile che la capacità di indebitamento dell'attività sia di valore più basso rispetto al suo valore fondamentale,

considerando anche l'esistenza dei costi di liquidazione. Gli autori arrivano ad un risultato secondo cui, data la breve durata del debito, la capacità dell'indebitamento può arrivare al valore minimo possibile dato dal valore fondamentale dell'attività. Il congelamento secondo il modello è dovuto alla mancanza dell'arrivo di buone notizie sul valore del debito a breve termine. Data la breve durata dell'operazione, c'è una bassa probabilità sull'arrivo di buone notizie prima della data di rinnovo del debito, dunque il novo finanziamento, eventualmente rinnovato, si baserà sulle stesse informazioni disponibili al momento. Quindi la somma massima reperibile senza che vi sia un ingente rischio di insolvenza è uguale alla capacità di indebitamento dell'attività alla prossima data di rifinanziamento, sempre considerando che nel frattempo non arrivino buone notizie dal mercato. Il finanziatore è avverso al rischio di insolvenza perché vuole evitare i costi di liquidazione; questo significa che la capacità di indebitamento ad oggi è minore o al massimo uguale alla capacità di indebitamento alla prossima data di rinnovo del finanziamento. Questo è il motivo per cui si è verificato il congelamento dei mercati e la riduzione della durata media del debito. Quindi il congelamento non è direttamente causato dalla struttura dell'indebitamento, ma può dipendere dalla riduzione della durata dei termini di investimento desiderati dai prestatori.

Durante la crisi del 2007-2008, il primo collasso avvenne nell'estate del 2007. Molti veicoli di investimento avevano usato, per finanziarsi, ABCP e avevano acquistato garanzie da terzi che a loro volta avevano dei timori relativi al loro stato di capitalizzazione. Gli ABCP sono Asset Backed Commercial Paper, entità a responsabilità limitata che emettono Commercial Paper, ovvero titoli a brevissima scadenza, sui mercati al fine di poter comprare degli Asset o di poter effettuare dei prestiti. Coloro che avevano investito in ABCP incontrarono gravi difficoltà a liquidare la loro posizione, in quanto le attività sottostanti si rivelarono difficilmente vendibili sul mercato. Il già citato fondo monetario di Bear Stearns, nel marzo 2008, ebbe grandi difficoltà di rifinanziamento a causa del congelamento del mercato *repo overnight*.

La percezione sulla bassa rischiosità dei commercial papers è cambiata in seguito ad alcuni eventi significativi. Il primo avvenimento fu la dichiarazione di fallimento di due *hedge funds* di Bear Stearns nel luglio 2007, che avevano investito in maniera importante nei mutui *subprime*. A una settimana di distanza, BNP Paribas si vide

impossibilitata a valutare in modo corretto i mutui e le attività di investimento dei fondi, perciò decise di sospendere i rimborsi delle quote dei suoi tre fondi di investimento. I *commercial papers* in questo caso erano collateralizzati da queste attività, perciò gli investitori smisero di acquistare ABCP. In seguito, nel settembre 2008, il Reserve Primary Fund annunciò di aver subito delle ingenti perdite (785 milioni d USD) sul portafoglio dei *commercial papers* emessi da Lehman Brothers. Così gli investitori appresero che i mercati di negoziazione di queste attività collaterali erano diventati più rischiosi e potevano rapidamente trovarsi in situazioni di illiquidità. Con il fallimento di Lehman Brothers fu chiaro come una qualsiasi istituzione finanziaria potesse fallire anche nell'arco di una sola notte e provocare così l'insolvenza per quanto riguarda le posizioni di finanziamento mediante *commercial papers*, considerati sicuri. Così finanziarsi con *commercial papers* diventò costoso e alcuni emittenti furono in un certo qual modo obbligati a ricorrere ad altre fonti di finanziamento. La principale fonte alternativa furono le banche sponsor, queste per sostituire i finanziamenti con ABCP, usarono altre fonti quali i depositi e i *commercial papers* finanziari emessi in via diretta dalle grandi istituzioni finanziarie, senza l'uso dei veicoli di investimento. Nel settembre 2008, le banche dovettero affrontare gravi problemi per quanto riguarda i finanziamenti sul mercato dei *commercial papers* e sugli altri mercati di finanziamento a breve come il repo. La situazione si era aggravata rispetto all'anno precedente dove la crisi colpì solo i veicoli di investimento. Anche la qualità del mercato creditizio ne risentì: a causa di questi avvenimenti emerse un problema di selezione avversa che portò all'uscita dal mercato degli investitori di alta qualità. Gli intermediari, anche se soggetti a consistenti cali del prezzo azionario, continuarono ad emettere *commercial papers*, mentre quelli i cui prezzi risultavano abbastanza stabili diminuirono o interruppero l'emissione, questo fenomeno di selezione avversa ha contribuito al declino del mercato dei *commercial papers*. Gli stessi vincoli istituzionali potrebbero aver provocato una diminuzione della detenzione di *commercial papers* nelle mani degli investitori. Per esempio i fondi monetari che investono solo in attività a basso rischio, a fronte dell'aumento del rischio, potrebbero essere costretti disinvestire. Infatti durante la crisi, i fondi che avevano investito in tali strumenti, inizialmente più redditizi dei titoli di stato, smisero di rinnovare gli investimenti a causa dell'elevata rischiosità.

## 1.5 Interventi di politica monetaria e riforme regolamentari

La BCE intervenne con delle politiche di sostegno per sanare la crisi. Nel 2008, ad esempio, ha previsto che le aste per le operazioni di rifinanziamento principale e per le *Longer Term Refinancing Operations* (LTRO)<sup>9</sup> avvenissero a un tasso fisso. Le LTRO sono operazioni di mercato aperto<sup>10</sup> intraprese dalla Banca centrale europea per la gestione dei tassi di interesse e della liquidità di tutti i paesi dell'Eurozona. Nella pratica si tratta di operazioni di rifinanziamento a lungo termine, ovvero transazioni che hanno l'obiettivo di fornire liquidità al sistema e sono condotte a scadenza mensile e scadenza trimestrale. Il tasso a cui venivano effettuate queste operazioni era il tasso REFI 1%. Durante la crisi del debito sovrano, tra il 2011 e il 2012, la BCE usò molto questi strumenti per sostenere le condizioni di liquidità. Nel dicembre 2011 la BCE ha effettuato il suo primo LTRO, con un termine di tre anni al tasso dell'1% e l'utilizzo da parte delle banche di titoli in portafoglio come garanzia. Sotto LTRO1 sono stati prestati 489mld € a 523 banche. Nel febbraio 2012, la BCE ha effettuato un secondo LTRO2. Sotto LTRO2 sono stati prestati 530mld€ a 800 banche.

Nel maggio 2010, la BCE ha annunciato il *Securities Markets Programme* tramite il quale ha iniziato a comprare il debito dei governi europei. Tramite questo strumento la quantità di moneta non cambia, poiché erano previste conseguenti operazioni di mercato aperto di segno opposto per riassorbire la liquidità immessa nel sistema con gli acquisti.

Tra gli strumenti non convenzionali utilizzati dalla BCE durante la crisi c'è il *Covered Bond Purchase Programme*. Esso prevedeva l'acquisto da parte della BCE di obbligazioni bancarie garantite da titoli di alta qualità. A settembre 2012 furono introdotte le *Outright Monetary Transactions*, esse sono operazioni illimitate di acquisto di titoli all'emissione di Paesi dell'Eurozona caratterizzati da debolezza fiscale.

---

<sup>9</sup> Asta di liquidità con cui la BCE concede un prestito a lungo termine alle banche che lo richiedono.

<sup>10</sup> Operazioni di mercato aperto: sono operazioni di pronti/termine in genere di breve durata utilizzate per limitare oscillazioni eccessive temporanee della liquidità presente nel sistema. La Banca Centrale acquista/vende titoli dal/al sistema bancario mediante asta con l'impegno di rivenderli/riacquistarli a una certa data futura fissata fin dall'inizio.

Inoltre nel 2010 il BCBS<sup>11</sup> intervenne con la pubblicazione di Basilea III, che mirava a riformare e integrare le disposizioni di Basilea II rivelatesi inadatte o insufficienti al perseguimento degli obiettivi di vigilanza prudenziale.

### **1.6 La strada che ha portato a Basilea III**

Il comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria è un organo consultivo internazionale istituito nel 1974 dalle banche centrali dei paesi del G10. Il Comitato ha sede a Basilea presso la B.R.I.<sup>12</sup> L'obiettivo del Comitato è sempre stato quello di definire una regolamentazione della Vigilanza Bancaria, per assicurare stabilità al sistema finanziario globale. Esso non ha potere legislativo, ma formula proposte che dovranno essere recepite nell'ambito dei singoli ordinamenti nazionali. Lo scopo è che le proposte del Comitato vengano recepite dal maggior numero possibile di Stati, per rendere omogenea la normativa sulla Vigilanza Bancaria, in un sistema finanziario sempre più globalizzato.

#### **Basilea I**

Con Basilea I, per la prima volta, vengono emanate delle regole che permettono agli intermediari di articolare le proprie scelte operative e strategiche rispettando alcune clausole di fondo, compreso il vincolo per la patrimonializzazione. Basilea I è stato pubblicato nel luglio 1988 con il documento "*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*" da parte del *Basel Committee on Banking Supervision*.

Nel 1988 il Comitato raggiunse un accordo iniziale sui requisiti patrimoniali minimi delle banche, in modo da limitare la condotta molto *aggressiva* di alcuni istituti di credito, liberi di agire in contesti normativi poco regolamentati. La fissazione di un requisito patrimoniale minimo aveva lo scopo di far fronte al rischio di credito (intermediazione creditizia) e al *rischio di mercato* nella compravendita in proprio di strumenti finanziari. Con questo limite, gli istituti dovevano detenere una quota di capitale destinata a proteggere i depositanti dal rischio che gli attivi bancari

---

<sup>11</sup> Basel Committee on Banking Supervision

<sup>12</sup> Banca dei regolamenti internazionali

(prestiti) subissero delle perdite, risultando quindi insufficienti a ripagare i debiti. Il requisito prevedeva che il capitale (patrimonio di vigilanza  $Pv$ ) dovesse essere almeno pari al 8% dei crediti alla clientela. Sono previsti coefficienti di ponderazione ( $Rwi$ ), in funzione del tipo di impresa, paese, banca o in generale per ogni categoria di attività ( $Ai$ ) e in presenza di garanzie.

$$Pv \geq 8\% \Sigma(Rwi \times Ai) \quad (1)$$

Tuttavia, con una regolamentazione di questo tipo, non vi è differenziazione delle misure di rischio per la stessa tipologia di clientela, non viene considerata la scadenza del prestito, non vengono considerati i *rischi operativi* e la diversificazione del portafoglio come elemento di riduzione del rischio. Con Basilea I si apre quindi la necessità di migliorare l'efficienza operativa così da aprirsi di più alla concorrenza. Si determina inoltre anche una spinta verso l'innovazione di prodotto, delle tecniche di gestione e di processo.

## **Basilea II**

Dai limiti di Basilea I, emerge la necessità di rivedere l'accordo e ciò porta alla redazione nel giugno del 1999, di un vero e proprio documento di consultazione, aperto alle osservazioni dei singoli paesi, degli studiosi e delle associazioni bancarie. Il 28 giugno 2004, il Comitato ha approvato la versione definitiva di un nuovo accordo, entrato in vigore il 1 Novembre 2008, si trattava del documento: "A New Capital Adequacy Framework". Il nuovo accordo si basa su tre pilastri, costituenti un sistema unitario e integrato.

Requisiti patrimoniali: in riferimento a questi, vengono individuati tre tipi di rischi da coprire: i rischi di credito, di mercato e altri rischi operativi. Vengono ridefiniti i criteri di calcolo dei requisiti patrimoniali minimi, riformando la regola del 8% rendendola più sensibile al rischio dei singoli prestiti, consentendo l'utilizzo di giudizi di rating assegnati alla Banca, considerando anche il rischio operativo (crash informatici, frodi, terremoti, ecc.).

Controllo prudenziale: punta ad aumentare i poteri di controllo delle Autorità di Vigilanza, che dovranno verificare, oltre ai requisiti minimi basati su di un calcolo matematico, anche l'applicazione, da parte degli istituti di credito, di procedure organizzative e politiche per la misura e il governo dei propri rischi.

Disciplina di mercato: gli istituti di credito sono obbligati a dare maggiori informazioni al mercato, in modo tale che il pubblico di investitori possa verificare in modo chiaro, le condizioni di rischio e di patrimonializzazione delle banche. Così facendo il mercato punirà le banche troppo rischiose, rifiutandosi di finanziarle o chiedendo tassi maggiori.

In seguito alla riformulazione dell'accordo, con l'introduzione del rischio operativo insieme al rischio di credito e di mercato, i criteri della misurazione del rischio di credito sono diventati più affinati. Non è cambiato il coefficiente minimo dell'8%, ma cambiano le regole di calcolo dei coefficienti di ponderazione. A livello normativo viene quindi previsto l'utilizzo del *rating* per misurare il rischio di credito da utilizzare per stabilire l'assorbimento di capitale minimo.

Tre sono i metodi con cui le banche possono calcolare il rischio di credito:

Metodo standard: la valutazione delle imprese da affidare sarà effettuata da agenzie di rating esterne, appositamente autorizzate dall'Autorità di Vigilanza. Poi a seconda del giudizio attribuito verrà usata una ponderazione diversa per il calcolo dell'accantonamento di capitale. Inoltre è prevista un'ulteriore classe di ponderazione rappresentata dai prestiti scaduti da almeno 90 giorni (in Italia 180 giorni);<sup>13</sup> in quanto tale ritardo potrebbe essere sintomatico di possibili difficoltà da parte del debitore. In questo caso la ponderazione viene alzata al 150%. È stata introdotta inoltre una nuova categoria di segmenti di imprese. Tali soggetti, denominati *retail*, sono privati e piccole imprese che hanno un volume di affari inferiore a 5 mln di euro e il cui prestito è inferiore a 1mln di euro. Per costoro, a

---

<sup>13</sup> Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006, intitolata 'Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le Banche', che recepisce in Italia Basilea II

causa dell'importo modesto e della conseguente diversificazione del rischio, è previsto un coefficiente di ponderazione del 75%.

Inoltre la presenza di garanzie permette sempre l'ottenimento di sconti sul calcolo dei requisiti patrimoniali. Le garanzie possono essere Personali se emesse da Stati, banche, società con alto rating (no persone fisiche), in questo caso l'alto rating del garante sostituisce il basso rating del garantito. Oppure esistono le garanzie reali caratterizzate da contanti, oro, obbligazioni e azioni qualificate, fondi o altre azioni quotate.

Approccio IRB (rating interni): le banche più grandi, tramite questo metodo, possono costruirsi in casa i propri rating, ovviamente nel rispetto di regole metodologiche rigorose.

All'interno di questo metodo sono previste due alternative:

APPROCCIO FOUNDATION: pensato per banche con limitata esperienza nel rating.

APPROCCIO ADVANCED: per banche che hanno dimostrato alle autorità di aver sviluppato buoni strumenti di controllo del credito.

Questo metodo prevede quattro componenti di calcolo del rischio di credito, che vanno a determinare le possibili perdite future di un prestito:

- *Probability of Default*: mi indica la percentuale di insolvenza del mio cliente tra un anno.
- *Loss Given Default*: percentuale di prestito che andrà persa al netto dei recuperi, in caso di inadempienza del cliente. Tale dato sarà tanto più alto, quanto sono migliori le garanzie.
- *Exposure at Default*: mi indica quale sarà l'importo prestato effettivamente quando si verifica l'insolvenza.
- *Maturity*: vita residua del prestito, ovvero misura di quanto si ridurrà il valore di un prestito se il cliente resta solvibile ma peggiora il suo rating. Di solito per coprirsi dal rischio di volatilità del rating nel tempo, si estenderanno le richieste di *covenants* anche a operazioni di importo non rilevante.

A partire da queste quattro componenti viene quindi determinato il rischio di credito. La differenziazione tra l'approccio di base e l'Advanced sta nella libertà o

meno nella stima delle quattro componenti del rischio di credito. Nell'approccio base solo il primo indice può essere fissato dalla banca, mentre nell'avanzato tutti gli indici possono essere determinati dalla banca.

### **Come si determina un rating?**

Innanzitutto è necessario dotarsi dei dati necessari al calcolo. È importante ottenere i dati quantitativi, ovvero indici di bilancio, centrale dei rischi, indici di andamento del rapporto; e i dati qualitativi, ovvero le prospettive del settore e i casi di discontinuità societarie ecc. Il calcolo consiste in una procedura oggettiva, ma che tiene conto di casi particolari non rilevabili dai modelli automatici, ad esempio considera se l'impresa è appena avviata o meno. Il risultato non è altro che un giudizio numerico a cui corrisponderà una certa probabilità di insolvenza. Tale dato numerico viene poi associato alla previsione di evoluzione dello stesso nel tempo; questa previsione di *outlook* viene indicata con i segni + o -.

+: previsione di miglioramento di una classe,

++: previsione di miglioramento di due classi,

-: previsione di peggioramento di una classe,

--: previsione di peggioramento di due classi.

Gli istituti di credito devono quindi vincolare il capitale a fronte sia di un rischio connesso alla loro attività, sia del rischio di credito delle imprese affidate. Così gli istituti di credito saranno portati a chiedere alle imprese di ridurre il loro rischio finanziario per migliorare il rating, al fine di avere minor capitale vincolato per far fronte ai prestiti della clientela. Minore sarà il capitale vincolato per far fronte ciò, maggiore sarà il capitale che potrà essere alternativamente utilizzato. Al contrario emergerebbe il rischio di perdere opportunità di investimenti il cui costo andrebbe a ricadere sulle imprese sotto forma di aumenti di tasso per le aziende più rischiose. I costi di finanziamento di un'impresa sono sempre più legati al rating dei prenditori di denaro; ciò fa sì che se si vogliono diminuire i costi finanziari bisogna passare attraverso un incremento della patrimonializzazione e ciò comporta un miglioramento del rating aziendale.

## 1.7 Basilea III

Questo nuovo accordo riguarda sempre la vigilanza bancaria ed è stato pubblicato in risposta alla crisi finanziaria. Infatti le tipologie di rischio trascurate in Basilea II dopo la crisi sono divenute predominanti e si sono manifestate nuove fonti di rischio. La nascita graduale del modello *originate to distribute*, fondato sulla cartolarizzazione del credito, ha aumentato le risorse finanziarie a disposizione delle banche e diminuito la qualità del credito erogato. Nei bilanci delle banche si sono accresciute molto le componenti di mercato e ciò ha aumentato la dipendenza degli *assets* dai valori di mercato stessi, così di conseguenza è aumentata anche l'esposizione al rischio di liquidità della struttura finanziaria. L'attività di *investment banking* si è intrecciata con l'attività di banca commerciale, il grado di leva finanziaria è aumentato e ciò pone le basi per la nascita di un nuovo accordo.

Il 12 settembre 2010 i Governatori e le Autorità di Vigilanza del G20 hanno approvato le proposte del Comitato di Basilea, le quali sono state sottoposte ai Governatori nel novembre 2010 a Seul. A ciò, nel dicembre 2010 è seguita la pubblicazione del documento '*Basel III: International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standard and Monitoring*' e nel giugno 2011 del documento '*Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems*'.

Le nuove regole, oggetto di ampia consultazione, sono entrate in vigore all'inizio del 2013, ma era stato previsto un lungo periodo transitorio fino al 1 gennaio 2019, così da promuovere un graduale adeguamento alle nuove strategie operative ed evitare ricadute sulla ripresa economica. Il nuovo obiettivo è di prevenire l'eccessiva assunzione di rischi da parte degli operatori e rendere il sistema finanziario più solido e uniforme. Le nuove regole hanno riguardato unicamente gli intermediari finanziari.

- STANDARD MINIMI DI LIQUIDITA'

$$\text{Liquidity Coverage Ratio: } \frac{\text{Attività Liquide di Alta Qualità}}{\text{Deflussi di cassa totali netti mensili}} \geq 100\% \quad (2)$$

Questo indice richiede che le banche mantengano una quantità di risorse liquide che consenta di superare una fase di deflusso di fondi della durata di un mese, senza dover chiedere al mercato o rifinanziarsi presso la Banca Centrale.

$$\text{Net Stable Funding Ratio: } \frac{\text{Provvista stabile disponibile (Fonti)}}{\text{Provvista stabile richiesta (Impieghi)}} \geq 100\% \quad (3)$$

Il mantenimento di questo limite evita l'effetto "precipizio" in quanto le attività di *funding stabile* andranno a finanziare le attività meno liquide e si dovrà aumentare il *funding* a medio lungo termine.

- DEFINIZIONE DI CAPITALE

Viene confermata la definizione di patrimonio come elemento essenziale per la stabilità degli intermediari. Livelli di capitale alti e di elevata qualità aumentano la possibilità delle banche di fronteggiare le perdite e garantiscono agli intermediari di sfruttare i nuovi investimenti e nuove opportunità, così da poter sostenere i clienti nei periodi di difficoltà. Per strumenti di alta qualità patrimoniale vengono previsti requisiti più stringenti, mentre il requisito di capitale per le altre attività rimane fermo all'8%.

**Common Equity (azioni ordinarie+riserve di utili):** da 2% a 4,5%

**Tier 1 (Common Equity + Altri strumenti finanziari):** incremento da 4% a 6%

- COPERTURA DEI RISCHI

Con Basilea III è emersa la proposta di aumentare la capacità dei requisiti patrimoniali di fronteggiare i rischi di mercato e di controparte per evitare che vengano sottostimati i rischi relativi alle attività di trasformazioni dei crediti in complessi strumenti finanziari o attività di trading. È importante dunque che i parametri chiave usati nel calcolo dei requisiti vengano considerati tenendo conto delle condizioni di stress.

- LEVA FINANZIARIA

È importante andare a vigilare sulla leva finanziaria per evitare che le banche si indebitino eccessivamente. *Tier1* è un requisito minimo di capitale che le banche devono mantenere sul totale dell'attivo non ponderato per il rischio (*leverage ratio*), calcolato in modo tale che tenga conto di tutte le attività di una banca e che sia neutrale rispetto alle diverse regole contabili.

- MISURE ANTICICLICHE

La prima di tali misure prevede che le banche siano dotate di una riserva di capitale pari al 2,5% di *common equity* in rapporto all'attivo a rischio, che funga da cuscinetto. È poi stata prevista l'introduzione di un'altra misura destinata ad assicurare che le banche raccolgano risorse patrimoniali durante i momenti di crescita eccessiva del credito totale.

La morale di Basilea III non è altro che fare leva sul fatto che tutte le manovre compiute da una banca comportano dei rischi e quindi la possibilità di avere perdite. Più le operazioni sono rischiose, più grandi possono essere le perdite e quindi maggiore è la quantità di denaro che la banca deve raccogliere per tutelarsi e tenere quindi in cassaforte, da non utilizzare per nessun altro motivo. È aumentata quindi la percentuale di capitale che gli istituti di credito devono lasciare da parte per le emergenze. Così siamo di fronte ad un incremento dei costi e questo ricadrà sui

clienti delle banche che vedranno aumentare le commissioni e gli spread sui prestiti bancari. Le stesse aziende verranno esaminate con più attenzione quando richiederanno un prestito bancario, da ciò consegue che le banche saranno tanto più solide quanto le loro imprese clienti lo saranno. Le imprese devono quindi puntare ad un rafforzamento patrimoniale per aumentare il grado di fiducia e aumentare la redditività e i flussi di cassa per ottenere un buon rating. Infatti se si aumenta solo il patrimonio, si abbassa il debito, ma non si genera nessuna certezza sul pagamento dello stesso. Basilea III, tramite le autorità di vigilanza dei diversi paesi, ha imposto alle banche determinati parametri di sicurezza. Le imprese dovrebbero comportarsi come le banche, andando a definire i propri parametri di sicurezza che le rendano meno vulnerabili e più reattive agli imprevisti.

- **Tabella 1:** G. De Laurentis, *Il Credito alle Imprese dopo la Crisi, Politiche e strumenti di dialogo banca- impresa: rating, analisi e previsione finanziaria*, Roma, Bancaria Editrice, 2011. Pag. 48

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Dal 1° gennaio 2019
Indice di leva ( <i>leverage ratio</i> )		Monitoraggio regolamentare	Fase di sperimentazione 1° gennaio 2013-1° gennaio 2017 Informativa dal 1° gennaio 2015					Migrazione al primo pilastro	
Requisito minimo per il <i>common equity</i>			3,50%	4,00%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
<i>Buffer</i> di conservazione del capitale						0,625%	1,25%	1,875%	2,50%
Requisito minimo per il <i>common equity</i> più <i>buffer</i> di conservazione del capitale			3,50%	4,00%	4,5%	5,125%	5,75%	6,375%	7%
Introduzione delle deduzioni del CET1 (compresi gli importi eccedenti il limite per DTA, MSR e investimenti in istituzioni finanziarie)				20,00%	40,00%	60,00%	80,00%	100,00%	100%
Requisito minimo per il patrimonio di base (Tier1)			4,50%	5,50%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Requisito minimo per il capitale totale			8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Requisito minimo per il capitale totale più <i>buffer</i> di conservazione del capitale			8,00%	8,00%	8,00%	8,625%	9,25%	9,88%	10,50%
Strumenti di capitale non più computabili nel non-Core Tier1 e nel Tier2			Esclusione su un arco di 10 anni con inizio 2013						
Indicatore di breve termine (Liquidity Coverage Ratio)	inizio periodo di osserv.				Introduzione requisito minimo				
Indicatore strutturale (Net Stable Funding Ratio)		Inizio periodo di osserv.						Introduzione requisito minimo	

## **CAPITOLO 2: I PRESTITI ALLE IMPRESE DOPO LA CRISI E DOPO BASILEA III**

### **INTRODUZIONE**

Il capitolo valuta i cambiamenti avvenuti nell'erogazione dei prestiti alle imprese dopo la crisi. Inizialmente vengono esposte le dimensioni che misurano le performance a livello bancario. In particolare si cita l'efficienza operativa valutata come rapporto tra margine d'interesse unitario e fondi intermediati; più il dato è basso, più il sistema è efficiente e può chiedere tassi più bassi ai debitori, stimolando così le imprese nei loro investimenti reali e può invece chiedere tassi più alti ai depositanti, così da stimolare le famiglie al risparmio. Altri indicatori da tenere in considerazione sono l'efficienza allocativa e il livello di concorrenza. Quest'ultimo è una variabile chiave in quanto può smuovere le banche verso una miglior analisi del rischio creditizio, ma se il livello di concorrenza è troppo alto, si avrà l'effetto opposto poiché si mostrerà la propensione di voler semplificare e automatizzare il sistema per ridurre i costi. Il quarto parametro bancario che viene considerato è la capacità di reagire in modo rapido alle manovre di politica monetaria. Il ruolo delle banche nella concessione dei prestiti alle imprese, comprende anche la valutazione dell'affidabilità e della solvibilità delle imprese stesse. Dopo la crisi finanziaria sono andate in crisi le tradizionali misure di calcolo dell'affidabilità e del rating, le quali si basavano essenzialmente su valutazioni statistiche. Emerge ora l'importanza di considerare la reale capacità dell'impresa di creare valore e le sue potenzialità future. Le banche devono ora analizzare in modo più dinamico le opportunità che hanno da offrire loro le imprese e valutare meglio il rischio di credito insito nella concessione dei finanziamenti. Con la crisi finanziaria del 2008 si è riscoperto il valore della distinzione tra banca commerciale e banca d'investimento, tra attività di prestito della banca e attività di finanza di mercato e tra cliente- impresa e altri clienti. Queste e altre nuove scoperte, accompagnate dalla debolezza dei mercati finanziari, hanno reso le banche sempre più bisognose di capitale. Così la selezione del credito, anche dal punto di vista qualitativo, diviene un punto essenziale. Al finanziatore è richiesta una precisa strategia in grado di accompagnare il cliente nel

raggiungimento dei suoi obiettivi. La strategia emergente di valutazione di finanziamento alle imprese è definita *valutazione Judgmental*. Tale metodo consente un grande flusso informativo che permette all'istituto di credito di effettuare una corretta valutazione di quello che è lo stato patrimoniale e finanziario dell'azienda e quindi dei rischi che possono insorgere in caso di concessione del finanziamento. Tramite quest'approccio è possibile determinare i fattori critici che determinano i principali rischi che colpiscono il debitore. In ultima analisi, il capitolo espone la metodologia di valutazione delle performance aziendali tramite il ROE e mostra come può essere utile nella determinazione del grado di indebitamento.

## **2.1 Le dimensioni della performance bancaria dopo la crisi**

Quattro sono le dimensioni che misurano le performance dei sistemi bancari: stabilità operativa, efficienza allocativa, efficacia. L'indice di stabilità di una banca è legato all'assenza o limitatezza dei fenomeni di insolvenza da parte delle banche. Spesso si rileva come il concetto di stabilità sia in contrasto con l'obiettivo dell'efficienza operativa del sistema bancario, anche se l'art. 5 del TUB<sup>14</sup> li mette sullo stesso piano: *“le autorità creditizie esercitano i poteri di vigilanza... avendo riguardo alla sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, alla stabilità complessiva, all'efficienza e alla competitività.”* La concorrenza, pur essendo molto importante, non è considerata come un obiettivo, ma come uno strumento che aiuta la banca a raggiungere livelli più o meno elevati di stabilità. L'efficienza operativa è rappresentata dalla capacità del sistema bancario di comprimere i costi operativi e gestire i rischi, minimizzando rettifiche di valore e perdite.

Per calcolare l'efficienza operativa di una banca, è necessario calcolare l'indice:

$$\frac{MINTS}{FI}$$

---

<sup>14</sup> Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, d.lgs. 385/1993

*MINTS*: margine di interesse unitario, differenza tra interessi attivi sui prestiti e interessi passivi sui depositi.

*FI*: fondi intermediati.

Più il dato è basso, più il sistema è efficiente perché riesce ad operare con bassi costi operativi e bassi rischi. Così un sistema efficiente, può chiedere tassi più bassi ai debitori, stimolando così le imprese nei loro investimenti reali, e può pagare tassi più alti ai depositanti, così da stimolare le famiglie al risparmio.

Un altro indicatore da tenere in considerazione è l'efficienza allocativa, ovvero la capacità di allocare le risorse raccolte in tutte le iniziative imprenditoriali con la migliore combinazione rischio-rendimento. Il livello di concorrenza è quindi una variabile chiave per orientare le performance bancarie, tuttavia va ponderato. Infatti un elevato livello di concorrenza può smuovere le banche verso una migliore analisi del rischio creditizio, ma se il livello di concorrenza è troppo alto, si avrà l'effetto opposto poiché si tenderà a voler semplificare e automatizzare il sistema per ridurre i costi. Il quarto parametro bancario da considerare è la capacità di reagire in modo rapido alle manovre di politica monetaria. In questo caso ad esempio, un maggior livello di concorrenza impedisce alle banche di avere ampi spazi di manovra nella gestione dei tassi.

Dopo la crisi finanziaria del 2008, sono andate in crisi le metodologie di calcolo dell'affidabilità e del rating su base statistica. I motivi sono molteplici:

- riduzione della capacità della banca di valutare l'impresa cliente nello specifico delle sue condizioni di business;
- viene limitato il ruolo degli analisti d'impresa e si riduce il grado di specificazione delle offerte dei servizi bancari, preferendo la *commotization* del credito;
- viene tralasciata la capacità di acquisire le *soft information* dell'impresa in modo da poterla analizzare con più specificità;

- scaricamento più violento delle probabilità di default dei debitori sul sistema economico, in quanto viene ridotta la capacità di assorbire il ciclo economico da parte della banca.

In sintesi, possiamo dire che tali metodi statistici hanno impoverito il rapporto banca-impresa in particolare in quattro aspetti. Primo fra tutti, questo fenomeno ha provocato l'apertura di diversi sportelli bancari e ciò ha accresciuto la rotazione del personale portando ad un peggioramento nel rapporto fiduciario tra banca e imprese. Il secondo aspetto riguarda il cambiamento del centro decisionale, il quale ha subito un allontanamento rispetto al cliente. Segue poi un peggioramento per quanto riguarda le competenze specifiche di analisi d'impresa. Una particolare attenzione è da riservare alle modalità con cui vengono costruiti i rating a base statistica, in quanto ciò comporta il fare delle scelte pericolose tra loro interconnesse. La prima riguarda l'orizzonte temporale di analisi; questi modelli infatti considerano come periodo temporale solo un anno dalla data in cui si suppone di fare l'analisi. Inoltre è prevista l'introduzione di specifici moduli dedicati ai dati andamentali, i quali non consentono particolare qualità nel calcolo dei rating, infatti il contributo di queste informazioni rispetto a quelle di bilancio, si riduce notevolmente quando andiamo a considerare periodi temporali più lunghi. Emerge quindi una totale non considerazione della capacità dell'impresa di creare valore e delle sue potenzialità future in quanto non vengono considerati dati fondamentali, ma autodeterminati sulla base di formule statistiche.

Dopo Basilea II si è andati, anche inconsapevolmente, verso l'automazione del processo di assegnazione del rating. Le banche infatti riscoprono dei vantaggi relativi alla standardizzazione del processo che riguardano essenzialmente i minori costi. Gli organi di vigilanza sono a favore dell'oggettività del calcolo dei requisiti di capitale perciò preferiscono i processi meccanici. Dal parere della Banca d'Italia<sup>15</sup>, riguardo l'integrità del rating, emerge che *'le soluzioni organizzative adottate (dopo Basilea II), garantiscono che coloro che hanno compiti di delibera in materia di erogazione del credito o che sono interessati da meccanismi di incentivazione.. non abbiano anche la*

---

<sup>15</sup> Banca d'Italia, 2006, Titolo II, Capitolo 1, pag67

*responsabilità dell'attribuzione definitiva del rating*'. Detto ciò secondo la Banca d'Italia il contenuto informativo del rating può anche non incorporare una grande serie di informazioni che conducono poi all'erogazione del credito, in particolare le *soft information*. Secondo questa tesi, la decisione di concessione del fido è presa considerando solo parzialmente il rating assegnato, il quale potrebbe anche quindi essere condiviso solo parzialmente. In conseguenza a ciò non è detto che il rating rifletta esattamente la valutazione del rischio creditizio che sta alla base della concessione. Si continua a preferire quindi meccanismi di valutazione in gran parte poggiati su base empirica e statistica.

Tre sono i fattori critici su cui intervenire:

- è necessario intraprendere un percorso di crescita aziendale in cui si vadano a controllare le varie componenti di gestione del rating, sviluppandole e aumentando le competenze in modo da non confondere la quantificazione del rating con la sua assegnazione;
- è importante non confondere le decisioni con cui vengono assegnati i crediti, con il monitoraggio giornaliero dei fidi;
- è importante che anche le autorità di vigilanza siano d'accordo sull'unicità dei rating da assegnare.

## **2.2 Le contromisure metodologiche e le strategie emergenti**

A valle della crisi finanziaria, tutte le debolezze previste, si sono palesate. Lo stesso Draghi nel 2009 sostiene: *'È altrettanto importante che le banche, nel decidere sul credito da dare, usino tutta l'informazione loro disponibile; integrino i risultati dei metodi statistici di scoring – che perdono parte della loro capacità predittiva in momenti di crescita e redditività nel lungo periodo. Occorre valorizzare quanto più possibile le conoscenze sul campo, evitando un eccesso di automatismi*'. Da questo momento in poi in alcuni istituti di credito emergono i primi cambiamenti verso l'allungamento degli orizzonti di analisi e l'eliminazione delle componenti andamentali dal calcolo del rating da usare per le decisioni da assumere nei

meccanismi di erogazione del credito. Gli operatori bancari si avvicinano un po' di più al debitore, specializzandosi settorialmente e territorialmente. Così le banche possono analizzare in modo più dinamico le opportunità che hanno da offrire loro le imprese e valutare meglio il rischio di credito insito nella concessione del finanziamento. Tuttavia è presente ancora una grande segmentazione della clientela. Proprio in questi anni a valle della crisi, le banche operano divisioni più o meno marcate dei segmenti; nasce infatti la divisione bancaria tra il segmento *corporate*, il segmento *retail* e il *private*; con la conseguente presenza di nuovi operatori specializzati come il *private banker* e la separazione dei processi produttivi. Inoltre nonostante la spinta innovativa di Draghi, molte banche non risultavano ancora coerenti con la strategia dichiarata: veniva scelto il fatturato delle imprese per operare una distinzione tra large corporate e piccoli operatori economici, senza analizzare la *vision* del business prima dichiarata.

Con la crisi finanziaria del 2008 si è riscoperto il valore di:

- distinzione tra banca commerciale e banca d'investimento;
- distinzione tra attività di prestito della banca e altre attività di finanza di mercato;
- distinzione tra cliente-impresa e altri clienti;
- distinzione tra PMI e altre imprese;
- importanza del presidio territoriale.

Queste nuove scoperte, accompagnate alla debolezza dei mercati finanziari e quindi del mercato interbancario, hanno reso le banche sempre più bisognose di capitale. Così la selezione del credito, anche dal punto di vista qualitativo diviene un punto essenziale. Si concretizza la necessità di aumentare la specializzazione, concentrazione e condivisione del rapporto banca-impresa. Al finanziatore è quindi richiesta una precisa strategia in grado di accompagnare il cliente nel raggiungimento dei suoi obiettivi. Le banche quindi devono investire in:

- strumenti a supporto dell'azione del manager e addetti ai finanziamenti;
- competenze professionali e specifiche degli operatori.

### 2.3 Nuove competenze di analisi di impresa

In seguito ad una semplice analisi metodologica, possiamo sostenere che l'imprenditore conseguirà reddito se c'è coerenza tra l'organizzazione aziendale in senso lato, il sistema competitivo in cui è inserita l'azienda e la formula imprenditoriale. Ciò permetterà di usufruire dell'autofinanziamento e consentirà di mantenere dei buoni equilibri patrimoniali, così come permetterà di accedere al finanziamento per ovviare ai mutamenti che si manifestano a livello di sistema competitivo.

Se ciò non si verifica, si verificano i presupposti che porteranno l'impresa ad essere insolvente, ovvero:

- il management non si è accorto che si sono verificati degli eventi nel sistema competitivo che hanno mutato il sistema rispetto al quale era stata disegnata la formula di business;
- il management alla luce dei cambiamenti rilevati nel sistema competitivo, non è in grado di innovare la strategia di business;
- il management, pur resosi conto dei cambiamenti a livello competitivo e aver innovato la strategia di business, non riesce a metterla in pratica modificando quindi il posizionamento dell'impresa sul mercato oppure modificando gli assetti organizzativi, le tecnologie ecc..
- se in caso di innovazione della strategia, la gestione caratteristica non riesce più a produrre un rendimento degli investimenti superiore al costo del debito e quindi non si genera cassa sufficiente;
- così vengono scombinati gli equilibri patrimoniali e finanziari e la dinamica cassa/indebitamento comincerà a mostrare elementi patologici che genereranno tensioni nei rapporti con le banche.

Le incoerenze tra formula competitiva e concreto funzionamento dell'azienda vanno a determinare il rischio operativo, il quale si riflette nel dato del Margine della Gestione Operativa. Le incongruenze tra liquidità dell'impresa e caratteristiche della struttura finanziaria determinano il rischio finanziario.

La strategia emergente di valutazione di finanziamento alle imprese è definita valutazione *Judgmental*. Questa metodologia consente un elevato flusso informativo che permette all'istituto di credito una corretta valutazione di quello che è lo stato patrimoniale e finanziario dell'azienda e quindi dei rischi che possono insorgere in caso di concessione del finanziamento.

Le analisi *Judgmental* possono essere suddivise in due categorie. La prima segue un approccio per fonti informative. In questo caso il giudizio sull'azienda viene formulato sulla base della redditività e dell'equilibrio finanziario, rilevabili nel bilancio dell'impresa, dell'andamento dei rapporti tramite l'accesso ai dati che monitorano l'andamento interno e i dati forniti dalla centrale dei rischi. Vengono poi analizzate le informazioni esterne relative al settore e relative al sistema competitivo. Tramite questo metodo, si crea un legame semplice tra fonti informative e aree di indagine, è possibile acquisire dall'esterno alcune informazioni utili e si può operare una distinzione tra informazioni oggettive-qualitative e soggettive-qualitative. Tuttavia questo approccio risulta debole se paragonato all'approccio *Judgmental per fattori di rischio*. Questo metodo va a esaminare i fattori di rischio a cui il debitore è esposto e da questi esprime un giudizio valutativo. Tramite l'analisi dei dati di bilancio e di tutte le informazioni recepite con il primo metodo, si vanno a determinare i fattori critici che determinano i principali rischi che colpiscono il debitore:

- **Business Risk:** determinato dall'analisi della concorrenza, leva operativa, mercati di sbocco, tecnologia..
- **Market Risk:** determinato dall'analisi dei prezzi dei fattori produttivi, tassi di cambio, tassi di interesse, liquidità;
- **Credit Risk:** determinato attraverso l'analisi dell'affidabilità della clientela, robustezza giuridica dei contratti, concentrazione e efficacia attesa dalle azioni di recupero;

- Operational Risk: determinato tramite le leggi e i regolamenti, tutto ciò che riguarda i rischi ambientali, tecnologia, frodi, fisco.

L'approccio *Judgment*, basato sui fattori di rischio, oggi deve essere considerato una forma *mentis*, che guidi la mente dell'analista finanziario che è chiamato ad attribuire un rating ad un cliente che richiede alla banca la concessione di un finanziamento. È importante anche promuovere la specializzazione degli operatori, in modo che fungano da veri e propri provider di informazioni che permettano un'adeguata valutazione aziendale in modo da rendere vivo, immediato e spendibile tutto ciò che è percepibile all'interno di ogni settore.

## ANALISI DEL ROE

Il ROE è uno degli indicatori di sintesi delle performance aziendali.

$$ROE = \frac{\text{Utile Netto}}{\text{Patrimonio Netto (ante distribuzioni deliberate)}} \quad (4)$$

esso funge anche da:

- rendimento di imposta del PN;
- massimo aumento dei debiti che non fa crescere il rapporto Debt Equity (leverage finanziario);
- include tutti i rischi: è importante sia all'inizio che alla fine delle analisi;
- è legato ai valori di mercato;
- viene valutato sul lungo periodo.

Nell'ottica contabile è legato al grado di soddisfazione degli azionisti in quanto esprime il livello di rendimento del patrimonio netto nel breve periodo. Possiamo affermare questo poiché nel calcolo del ROE, si considera il Patrimonio Netto nell'ipotesi di accantonamento totale degli utili. Può quindi inoltre essere utile per

calcolare il massimo livello di indebitamento possibile in ipotesi di costanza della leva finanziaria. Infatti se si vuole mantenere costante il *leverage* aziendale, occorre tenere fermo il rapporto Debiti Finanziari/Patrimonio Netto e quindi occorre che il numeratore non cresca in misura maggiore del denominatore, quest'ultimo è approssimato dal ROE, il quale può dunque fungere da massimo grado di crescita dei debiti finanziari. Inoltre l'utile netto al numeratore nella formula del ROE, rende questo indice influente in tutte le scelte aziendali, dalla gestione dei fenomeni di mercato a tutto ciò che riguarda la leva finanziaria.

Tale indicatore è importante anche nel calcolo del valore dell'impresa tramite i multipli di mercato, infatti il multiplo che rappresenta il rapporto tra il valore di mercato e l'utile, moltiplicato per il ROE, rappresenta il rapporto tra il valore di mercato e il patrimonio contabile dell'impresa.

In secondo luogo è utile precisare che talvolta è più vantaggioso studiare il ROE per il suo trend piuttosto che per il livello puntuale raggiunto in un determinato anno. Così si riesce a determinare il vero rischio che si produce nel momento in cui si va a investire nel capitale dell'azienda, soggetto per sua natura ad un grado di volatilità non trascurabile.

Il ROE è quindi in grado di includere tutti i rischi che gravano sull'impresa. L'inizio della nostra analisi d'azienda deve essere proprio il ROE e la sua variabilità, ma il vero giudizio del ROE non può che essere fatto alla fine dell'analisi, quando si saranno determinate tutte le quantificazioni dei rischi a cui l'azienda si interfaccia. Infatti, nessun rendimento potrà essere considerato alto se ci sono dietro rischi troppo elevati.

### **TRADIZIONALE FORMULA MOLTIPLICATIVA DEL ROE**

$$ROE = ROA \times LEVERAGE \times \frac{RISULTATO\ NETTO}{UTILE\ CORRENTE\ ANTE\ ONERI\ FINANZIARI} \quad (5)$$

dove

$$ROA = \frac{\textit{utile corrente ante oneri finanziari}}{\textit{attivo netto}}$$

$$LEVERAGE = \frac{\textit{attivo netto}}{\textit{patrimonio netto}}$$

Il ROA non è altro che un indice rappresentativo della remunerazione delle attività, il leverage esprime quanti euro di attivo netto ci sono in bilancio per ogni euro di patrimonio netto.

L'ultimo rapporto esprime il livello di influenza delle altre gestioni ed esprime quanto utile corrente, considerato ante oneri finanziari, riesce a trasformarsi in utile netto. Il complemento di tale indice a uno rappresenta invece quanto viene assorbito dalle altre gestioni (oneri finanziari, gestione straordinaria, impatto fiscale): IAG.

#### **FORMULA ADDITIVA ESTESA DEL ROE PER UN'IMPRESA**

$$ROE = [ROA + (ROA - C) \frac{DF}{PN} + ROA \frac{PNO}{PN}] \times \frac{RRAI}{UC} \times \frac{RNR}{RRAI} \quad (6)$$

Dove:

- $C$  = parte di ROA che va a remunerare i creditori
- $ROA - C$  = spread
- $\frac{D_F}{P_N} =$  debt equity ratio (leva finanziaria)
- $\frac{P_{NO}}{P_N} =$  leva delle passività non onerose (remunerazione della proprietà)
- $\frac{R_{RAI}}{U_C} =$  contributo gestione straordinaria
- $\frac{R_{NR}}{R_{RAI}} =$  impatto fiscale

Lo spread è un rischio, la gestione di tale rischio dipende innanzitutto dalla variabilità del ROA, ovvero dal livello di rischio del business caratteristico dell'impresa e dal rischio di investimento accessorio e finanziario. È importante anche analizzare la volatilità di  $C$ , che è legata alla variabilità dei tassi di interesse di mercato e dei tassi di indebitamento interni all'impresa. Essenziale è andare ad analizzare l'andamento passato dello spread stesso, il quale mi indica la capacità di ammortizzamento della volatilità della redditività delle attività (buffer) e l'eventuale relazione esistente tra l'andamento del ROE e quello di  $C$ . Il rischio correlato al tasso di interesse discende principalmente dalla strutturazione del debito attuale e dal livello di indebitamento atteso.

Anche la leva finanziaria è una fonte di rischio, anche se fintanto che lo spread rimane positivo, non si prevedono danni. Quindi se il rischio di spread, ovvero di un differenziale negativo tra ROA e C è basso, l'azienda è in grado di sostenere un livello elevato di leva finanziaria. Ciò avviene quando il rischio relativo al rendimento delle attività è basso, il rischio di interesse è basso in riferimento alla struttura del debito aziendale o perché non sono previsti rialzi di tassi di mercato, il buffer è ampio e non vi sono elementi che facciano prevedere una correlazione negativa tra ROA e C.

#### ANALISI DI REDDITIVITÀ DELLE ATTIVITÀ (ROA)

$$ROA = \frac{UTILE\ CORRENTE\ ANTE\ ONERI\ FINANZIARI}{ATTIVITA' NETTE} \quad (7)$$

$$ROA\ operativo = \frac{MARGINE\ OPERATIVO\ NETTO}{ATTIVITA' NETTE\ OPERATIVE} \quad (8)$$

Questi due indici si differenziano tra loro perché il primo va a rappresentare il rendimento sia del Margine Operativo Netto, sia dei proventi finanziari, sia dei proventi diversi; quindi il rendimento proveniente da tutte le attività. Il ROA operativo considera solo il margine legato a tutte le attività operative, cioè quelle attività da cui derivano i ricavi e non gli investimenti o altri oneri. Le differenze tra questi due indici evidenziano proprio quello che si può definire come l'influenza della gestione finanziaria attiva e della gestione accessoria. Sempre connesso al mondo delle attività, è importante anche analizzare l'andamento del **turnover operativo**, ovvero dell'indice di rotazione delle attività. Se questo diminuisce ad esempio per via della diminuzione della rotazione delle rimanenze, ovvero se si

allungano i giorni di scorta, dal punto di vista finanziario ci sarà un ritardo negli incassi dei crediti e un accrescimento del fabbisogno finanziario.

Inoltre questo ultimo indice è legato anche all'andamento dei costi fissi, infatti all'aumentare di questi ultimi, aumenta la variabilità del margine sui ricavi e quindi anche del turnover operativo, in quanto è legato alla variazione dei ricavi. Essendo questi componenti del ROA, aumenta anche la variabilità di quest'ultimo e se si va a vedere cosa succede alla leva finanziaria si nota che conseguentemente alle supposizioni fatte, quanto maggiore è la volatilità del ROA, tanto minore deve essere il *Debt Equity Ratio* e ciò spiega la stretta connessione tra leva operativa e leva finanziaria.

L'analisi della redditività è molto importante per andare ad analizzare il grado di affidabilità del debitore, in quanto esprime la capacità intrinseca dell'azienda di evolversi e quindi di garantire nel tempo il raggiungimento degli equilibri patrimoniali, finanziari e monetari. Quanto più un'azienda è solida finanziariamente, tanto più sarà in grado di fronteggiare sfavorevoli andamenti economici e finanziari. Un'azienda in equilibrio finanziario è un'azienda in cui c'è coerenza per quanto riguarda la natura e la scadenza di attività e passività. Per analizzare i casi specifici, si può usare una logica orizzontale o verticale: nel primo caso si confrontano poste attive con poste passive, nel secondo caso si analizzano diversi aggregati provenienti dallo stesso lato dello stato patrimoniale (es. debiti con patrimonio).

## CAPITOLO 3: LA NASCITA DI UN NUOVO STRUMENTO: IL FINANZIAMENTO IN POOL

### INTRODUZIONE

Il capitolo si propone di indagare sulla nascita di un nuovo strumento di finanziamento di cospicua entità, denominato prestito sindacato, o finanziamento in pool. Si è dato rilievo a questo strumento, data l'importanza assunta da queste tipologie di prestiti nel periodo successivo alla crisi, all'interno dei mercati finanziari, nonché dalle relative funzionalità da essi sottesi, come l'entità della somma erogata e la ripartizione del rischio tra i co-finanziatori. Un vantaggio importante che spinge le banche ad investire su questa modalità di credito è dato dal fatto che prendere accordi con imprese di settori in cui solitamente non operano permette loro di diversificare il portafoglio e risultare più competitive a livello di mercato. Questo tipo di finanziamento si differenzia dai normali contratti di prestito di denaro, poiché consiste nella messa a disposizione da parte di un pool di istituti di credito di una somma di denaro di grande entità verso un unico *borrower* (debitore) e di norma a medio-lungo termine. Lo scopo è realizzare un frazionamento del rischio e una spartizione dei costi relativi all'operazione. L'erogazione del finanziamento avviene tramite la *c.d. mandate letters*, alla quale segue la sottoscrizione dell'accordo da parte dei firmatari. Inizialmente viene stipulato un accordo tra il *borrower* e la banca organizzatrice e successivamente la banca invita ulteriori istituti finanziari a partecipare al prestito. Una volta avvenuta la sottoscrizione del contratto, inizia la fase di sindacazione in cui è possibile collocare quote del credito presso terzi finanziatori che possono partecipare come *sub-underwriters*. In dottrina sembra condivisa l'intenzione di considerare il rapporto tra gli enti bancari e la capofila come sottostante ad un contratto di mandato con rappresentanza. La banca a cui viene affidato il mandato di sindacazione, viene definita "*banca arranger*", essa si occupa di organizzare e gestire l'intera operazione e il più delle volte coincide con la prima banca a cui si è rivolto il richiedente per ottenere il prestito. La banca *arranger* ha il ruolo di comunicare agli altri partecipanti le informazioni relative al soggetto che richiede il credito, in modo che vengano analizzati i rischi e vengano studiate le caratteristiche e le modalità di finanziamento più opportune e adatte al caso. Nel

corso del capitolo verranno analizzate le procedure che dal conferimento del mandato portano alla sindacazione e all'erogazione, la posizione delle banche, con particolare riferimento ai rapporti negoziali e al ruolo della banca *arranger*. Viene introdotta poi la figura della banca capofila, la quale ha un ruolo di coordinamento del pool post sindacazione e si occupa di curare gli aspetti amministrativi, curando anche le relazioni con il cliente. In ultima battuta viene presentata la remunerazione che la banca ottiene dall'utilizzo di questo strumento e la gestione dell'intero credito nel fallimento e nelle soluzioni negoziali della crisi del soggetto finanziato, compresa la rinegoziazione delle condizioni di finanziamento.

### **3.1 Descrizione del fenomeno e funzione economica**

Dopo la crisi, si sente parlare sempre più spesso di erogazione del credito da parte di più istituti di credito che si riuniscono tra loro nella formazione di contratti di finanziamento in pool. Le imprese a sua volta, si avvalgono di questo tipo di finanziamenti perché farsi prestare la stessa somma da più istituti attraverso più contratti di finanziamento distinti comporta un notevole dispendio di tempo e spesa. Un vantaggio importante che spinge le banche ad investire su questa modalità di credito è dato dal fatto che prendere accordi con imprese di settori in cui solitamente non operano, permette loro di diversificare il portafoglio e risultare più competitive a livello di mercato, aumentando così la loro reputazione.

Questo tipo di finanziamento si differenzia dai normali contratti di prestito di denaro, poiché consiste nella messa a disposizione da parte di un pool di istituti di credito, di una somma di denaro di grande entità, verso un unico *borrower* (debitore) e di norma a medio-lungo termine. Lo scopo è realizzare un frazionamento del rischio e una spartizione dei costi relativi all'operazione.

Queste operazioni si possono definire versatili poiché tante sono le attività finanziarie per cui possono essere utilizzate. Infatti anche se usualmente il prestito sindacato ha come mutuatario un'impresa che ha l'obiettivo di ampliare le proprie attività commerciali, esso può essere utilizzato anche per finanziare fusioni, acquisizioni societarie, joint venture. Le imprese utilizzano questo strumento anche

per altri tipi di operazioni: *conduit*<sup>16</sup>, *merger and acquisitions*<sup>17</sup>, *leverage buyout*<sup>18</sup>, operazioni di finanza di progetto, ristrutturazioni aziendali e molte altre.

Molte sono le fattispecie di finanziamenti in pool rilevate, ma vi sono comunque dei tratti tipici comuni:

- presenza di una banca agente (arranger);
- individuazione di una banca organizzatrice;
- creazione di un club deals<sup>19</sup>;
- ripartizione delle quote di finanziamento.

Dal punto di vista normativo si rileva che nel codice civile del 1942 manca completamente un qualsivoglia riferimento a questo tipo di operazioni, in quanto il loro sviluppo ha data successiva.

Non vi è quindi una disciplina *ad hoc* dei prestiti sindacati e questo sfocia con la necessità di disciplinare l'esistenza di un'obbligazione di questo tipo che non può risultare incontestata.

Dal punto di vista contrattualistico, siamo quindi di fronte a delle incongruenze dogmatiche. Alcuni infatti vedono nella sindacazione, la creazione di un soggetto *ex novo* a cui ascrivere totalmente la titolarità del credito e quindi tutte le responsabilità. In questo caso si intravede nel sindacato un fenomeno di associazione in partecipazione in cui l'unico soggetto obbligato risulta l'associate, ovvero la banca capofila. Da ciò emerge la necessità di andare ad analizzare nello specifico il tipo di obbligazione esistente tra le banche e lo statuto normativo della capofila. Al di là dell'aspetto giuridico, in dottrina sembra condivisa l'intenzione di considerare il rapporto tra gli enti bancari e la capofila come sottostante ad un contratto di mandato con rappresentanza<sup>20</sup>. Alle imprese bancarie partecipanti viene quindi

---

<sup>16</sup> Finanziamento di una società veicolo per raggiungere vari scopi

<sup>17</sup> Fusione in cui i partecipanti alla fusione stessa, cessano di esistere

<sup>18</sup> tecnica di acquisto di una partecipazione totalitaria o di controllo di una società, di un'azienda, di un ramo d'azienda o di un gruppo di attività, attraverso il ricorso al debito per finanziare il valore acquisito.

<sup>19</sup> Schema di sindacato di collocamento prestiti caratterizzato dalla suddivisione degli impegni pro-quota su basi paritetiche e non secondo specifici criteri di convenienza. Comporta una riduzione dei costi legata ad una semplificazione della struttura.

<sup>20</sup> Il mandatario può agire in nome e per conto del mandante

consegnato un accordo normativo che funge da mandato collettivo, contenente i tratti caratteristici dell'operazione di finanziamento e le peculiarità della sua gestione. La banca a cui viene affidato il mandato di sindacazione, viene definita "*banca arranger*", essa si occupa di organizzare e gestire l'intera operazione e il più delle volte coincide con la prima banca a cui si è rivolto il richiedente per ottenere il prestito. Se diamo per buona la teoria dell'associazione, in questo caso la banca capofila (associante) si avvale dell'apporto delle altre banche partecipanti all'interno dell'operazione, in cambio di consegnare loro gli utili relativi all'affare, proporzionalmente alla partecipazione. Le banche partecipanti non vengono quindi considerate né come soci né come co-imprenditori, perciò a loro è affidata la residuale facoltà di accordarsi con la banca capofila rispetto al controllo da esercitare e alla fissazione della quota. Dal punto di vista normativo, il tema dei finanziamenti in pool può essere collocato in una zona intermedia tra il diritto dei contratti e le forme di cooperazione tra imprese.

Per darne un inquadramento sistematico, è importante analizzare queste operazioni e classificarle in base alle caratteristiche che le contraddistinguono.

### **3.2 Storia e evoluzione**

È impossibile dire con certezza quando è stato firmato il primo contratto di finanziamento in pool. Probabilmente questo è avvenuto in Inghilterra intorno al primo periodo del ventesimo secolo, legato alla forte presenza in questo stato di banche caratterizzate da una grande rete di relazioni, ma incapaci di sottoscrivere e finanziare un prestito autonomamente.

Quindi possiamo affermare che il cosiddetto *syndicated loan* ha avuto origine nei paesi anglosassoni intorno agli anni Sessanta, quando le banche non erano in grado da sole di provvedere al finanziamento della grande rete di imprese con cui avevano relazioni e perciò si riunivano in consorzi. La compartecipazione in consorzio, permetteva loro di non rinunciare all'erogazione di un prestito a causa della mancanza di liquidità. A livello extracomunitario, negli USA, tracce di questo tipo di operazioni si vedono già negli anni Cinquanta, grazie alla più efficiente capacità delle banche statunitensi di accordarsi tra loro.

Lo sviluppo dei finanziamenti sindacati si registra poi nell'epoca del boom economico, dove tutte le imprese hanno raggiunto l'apice di crescita economica. È negli anni Settanta che inizia a svilupparsi questa attività creditizia, ma era limitata solo agli enti sovrani e agli stati che avevano bisogno di finanziamenti per poter investire massicciamente sulle opere pubbliche e aumentare le politiche sociali. Durante la prima fase, questi finanziamenti venivano utilizzati anche per inalare capitale estero ai paesi in via di sviluppo come Asia, Africa e soprattutto America Latina, consentendo così a istituzioni finanziarie minori di acquisire porzioni di mercati emergenti senza con ciò dover presenziare nel luogo stesso.

Ad oggi l'evoluzione dei prestiti sindacati è arrivata a rappresentare non meno di un terzo dell'intero ammontare del finanziamento internazionale.

### **3.3 Caratteristiche principali**

L'erogazione del finanziamento avviene tramite la *c.d. mandate letters*, alla quale segue una vera e propria sottoscrizione dell'accordo da parte dei firmatari. In un primo momento viene stipulato un accordo tra il *borrower* e la banca organizzatrice e successivamente la banca invita ulteriori istituti finanziari a co-partecipare al prestito. Una volta avvenuta la sottoscrizione del contratto (*loan agreement*), inizia la fase di sindacazione in cui è possibile collocare quote del credito presso terzi finanziatori che possono partecipare come *sub-underwriters*.

Costituzione del pool:

- banca arranger: ruolo dell'organizzazione;
- banca capofila: ruolo di coordinamento del pool post sindacazione, cura aspetti amministrativi. Si preoccupa di intrattenere relazioni con il cliente;
- banche partecipati: impegno a erogare quote di prestito.

I finanziamenti in pool sono vantaggiosi perché sebbene ogni imprenditore abbia la facoltà di chiedere alla banca tante linee di credito quante gliene servono, con un

contratto di questo tipo si possono sfruttare i collegamenti tra banche diverse, pur affidando solo ad una banca (banca organizzatrice) il compito di reperire la somma di denaro. Così il mutuatario riuscirà ad avere a disposizione senza rilascio di garanzie reali e in breve tempo, una somma di denaro maggiore rispetto a quella che avrebbe ottenuto richiedendo il prestito ad una sola banca. Inoltre le banche che partecipano all'erogazione di denaro, hanno la possibilità di assumere l'investimento pro quota senza nessun vincolo solidale e sono molto più informate sulla situazione del debitore. Le banche stesse, partecipando a operazioni di questo tipo godono del vantaggio di farsi conoscere nel mercato e quindi diventare più concorrenziali rispetto alle altre.

Vi sono due tipi di sindacazione:

Sindacazione Diretta: posta in essere direttamente da un'unica banca che poi inviterà le altre banche a partecipare all'operazione. Le banche che si fanno carico di una quota del finanziamento, non intrattengono rapporti con il *borrower*, ma solo con la banca cedente.

Sindacazione Indiretta: già dall'inizio sono presenti una pluralità di enti sottoscrittori i quali potranno, se vorranno avvalersi della possibilità di estendere la partecipazione a terzi.

Un'altra propensione si rileva nel distinguere una *participation* da un *loan syndication*, a seconda che la capofila stipuli da sola il contratto e successivamente si occupi di collocare le quote, oppure se già dall'inizio tutte le banche partecipanti partecipino alla formazione del contratto.

Una diversa analisi può essere fatta se si pensa al finanziamento in pool come ad una linea di credito di gruppo di cui il soggetto può servirsi in caso di bisogno, scegliendo tra i vari borrower, sulla base di accordi stipulati precedentemente. Tuttavia in questo caso non si tratta di un gruppo di banche che cooperano, ma di diversi istituti che agiscono l'uno all'insaputa dell'altro.

Tra le caratteristiche del finanziamento in pool vi è la maturità del prestito, ovvero il periodo di tempo per cui questo è concesso e lo studio degli interessi e commissioni. Il costo sostenuto dall'impresa beneficiaria del finanziamento è composto sia dagli interessi che dalle commissioni, che fungono da spese accessorie. Il tasso di interesse è calcolato in riferimento a quella che è l'affidabilità del mutuatario e alla valutazione di una serie di componenti aggiuntivi:

- *perceived relationship*: fiducia che le banche ripongono sulla solvibilità del cliente;
- *name recognition*: reputazione del cliente nel mercato;
- *maturity*: valutazione in riferimento alla scadenza del prestito, se è lunga o media;
- *market appetite*: richiesta del mercato rispetto ad una transazione.

Il tasso d'interesse può inoltre essere fisso, fluttuante in base al mercato, oppure vi sono tassi che crescono o diminuiscono proporzionalmente in riferimento al progresso del finanziamento (*step up margin, step down margin*).

Le commissioni sono finalizzate a ripagare l'attività svolta dalla banca leader. La commissione che si trova in tutti i contratti di finanziamento in pool è la *participation fee*, ovvero la tassa applicata al contratto e riservata a tutti questi istituti di credito che intervengono nella fase successiva rispetto all'erogazione del credito (es. sub-partecipazioni).

Dal punto di vista legale, si possono rilevare clausole tipiche dell'accordo. Le clausole più importanti sono le clausole specifiche che riguardano il rapporto con la banca agente e con gli istituti di credito partecipanti. Esse inoltre contengono i diritti e gli obblighi che seguono al contratto. La seconda categoria di clausole, per importanza, riguarda quelle operative che sono relative alla disciplina delle modalità del prestito ed al rimborso alla scadenza. All'ultima categoria appartengono le clausole relative al rating qualitativo, che mirano a tutelare la partecipazione finanziaria delle banche al prestito.

### 3.4 La richiesta di finanziamento

Alla base della nascita di un contratto di finanziamento in pool, c'è il business plan aziendale. Il tutto inizia con lo sviluppo di un piano di vendite triennale da parte del Sales Controller dell'azienda richiedente, che rileva i dati commerciali e i dati di risultato di processo importanti per lo studio. I primi riguardano le necessità da parte dell'impresa di investimenti promozionali, di ricerca e sviluppo e di marketing; tramite i risultati di processo è possibile valutare il bisogno di intervento sui volumi di produzione e sulle risorse umane. I due dati combinati permettono la costruzione di un piano degli investimenti aziendale.

Successivamente il controllo di gestione va a determinare il cash flow aziendale e per farlo valuta varie componenti:

- **CONTO ECONOMICO:** necessario da valutare perché permette di valutare l'ammontare di EBITDA (Risultato Operativo), con cui pagare gli investimenti.
  - **INVESTIMENTI:** per la valutazione è importante andare ad analizzare VAN e PAYBACK PERIOD in contemporanea.
- VAN= metodologia che definisce il valore attuale di una serie di flussi di cassa attualizzandoli sulla base del tasso di rendimento. Viene quindi tenuto conto del costo opportunità legato all'utilizzo alternativo delle risorse.

$$VAN = \frac{\sum_{k=0}^n C_k}{(1+c)^k}$$

$k$  = scadenze temporali

$C_k$  = flusso finanziario al tempo  $K$  (positivo o negativo)

$c$  = costo medio ponderato del capitale

- PAYBACK PERIOD= periodo di tempo utile a recuperare i soldi investiti.

La somma di questi due componenti è il CASH FLOW, dato essenziale alla tesoreria per valutare la necessità di cassa aziendale e il bisogno finanziario dell'azienda.

Il business plan, così come è stato costruito dall'azienda, deve essere certificato da una persona terza e in seguito verrà presentato all'istituto di credito a cui viene richiesto il finanziamento. L'intera azienda viene poi valutata da parte di consulenti terzi di gradimento degli uffici di credito. La stessa Banca Agente può quindi fornire una lista di consulenti di cui l'azienda si può servire per ottemperare agli obblighi di verifica di credibilità.

Il consulente scelto dall'azienda procede alla stesura di un rapporto in cui viene esposta una analisi SWOT del richiedente. Essa comporta la stesura dei punti di forza e di debolezza dell'azienda, le opportunità e le eventuali minacce a cui è sottoposta. Tutto questo è necessario all'istituto bancario per avere una visione dell'azienda da parte di un soggetto esterno.

I numeri del business plan sono analizzati anche dal punto di vista finanziario da dei consulenti esterni per verificare le basi su cui è stato sviluppato il piano e capire se effettivamente l'azienda è in grado di sostenere un contratto di finanziamento in pool.

L'analisi effettuata è una verifica della sostenibilità aziendale e tutti i rapporti che ne conseguono vengono consegnati alla Banca Agente che delibera la concessione del finanziamento. Solo se c'è un alto grado di credibilità è possibile accedere al finanziamento, altrimenti sarà la stessa banca agente a proporre soluzioni alternative che possono comportare la vendita di *assets* o cessioni da parte del richiedente.

La Banca Agente nell'analisi del business plan aziendale, si concentra sul cash to debt, ovvero sull'ammontare di cassa generato e che va a ripagare il finanziamento. Questo dato viene poi depurato dei finanziamenti a medio lungo termine e aggiunto al dato sulle nuove accensioni. Il dato finale che si ottiene indica la fonte di finanziamento a medio lungo termine che l'azienda deve avere per mettersi in sicurezza.

Tale dato è l'indicatore più importante per gli istituti di credito, insieme al dato sulla crescita del fatturato, l'EBITDA, l'interesse e i giorni di credito, debito e magazzino.

In seguito a queste analisi, l'istituto di credito presenta il *term sheet*, ovvero la proposta di finanziamento. Tale documento, così come il contratto di finanziamento, può essere riformulato ogni volta che l'azienda chiede una rinegoziazione dei termini.

### **3.5 Dal conferimento del mandato all'erogazione**

Uno dei più grandi vantaggi del debitore risiede nella possibilità di richiedere una somma cospicua di denaro che difficilmente potrebbe ottenere da un unico istituto di credito. Il rischio di credito che ne consegue viene poi allocato su un ampio numero di soggetti e quindi viene ridotto. Il secondo grande vantaggio del *borrower* riguarda la durata del finanziamento, in quanto esso ha una scadenza tendenzialmente più lunga rispetto ai finanziamenti ordinari.

Il rapporto tra la banca leader e il debitore, nasce nel momento in cui quest'ultimo fa richiesta di finanziamento. È la *banca arranger* che attraverso un mandato conferito dallo stesso mutuatario, ha l'onere di andare a costituire il gruppo di sindacazione. Successivamente viene formulata un'offerta di sindacazione, la quale può ricoprire diverse tipologie. Prima di tutto la *banca arranger* invia al mutuatario un *term sheet* iniziale in cui spiega le condizioni e i termini che dovranno essere rispettati per ottenere il prestito. L'indicazione dei termini, non è definitiva, ma indicativa, in quanto modificabile a seconda dell'accordo successivo che verrà stipulato tra *borrower* e pool.

#### **Il mandato**

Se il cliente decide di sottostare ai limiti inseriti nel *loan agreement*, il secondo passo riguarda il conferimento del mandato alla singola banca agente che provvederà a costruire il pool. Ogni banca che abbia ricevuto il mandato avrà poi la possibilità di inserirsi nel mercato finanziario e collocare il prestito fra eventuali sottoscrittori in modo da ottenere così un maggior rendimento dall'operazione. Il conferimento del mandato avviene nelle modalità tipiche disciplinate all'art. 1703 e seguenti secondo cui una volta ricevuto il mandato, la banca si impegnerà a portare a termine

l'operazione, come stabilito all'interno del contratto. Per quanto riguarda la revoca del mandato, anche in questo caso la dottrina non è esaustiva, ma in linea generale la ratio sottesa è che essendo un mandato conferito a più persone, esso può essere revocato esclusivamente con un'esplicita volontà di tutti i mandanti, salvo sussista giusta causa o causa di recesso espressamente prevista da contratto. Alla revoca deve sussistere una contemporanea nomina di una figura sostitutiva del ruolo di capofila da parte dei cofinanziatori.

### **Il term sheet preliminare**

È il primo documento che l'azienda riceve dalle banche nel quale vengono definiti in linea generale i termini principali del contratto. Ci può essere già un importo inserito come no, è a discrezione delle banche. Tendenzialmente l'ammontare totale viene inserito da parte delle banche perché in base al business plan presentato è possibile rilevare il fabbisogno finanziario della società e in base a tale ammontare, viene proposta la somma che le banche riescono a dare, visto il grado di rischio della società stessa. In seguito l'ammontare del prestito può variare, infatti il term sheet è solo la base di partenza sulla quale poi trattare.

Nel documento sono presentati i principali termini e condizioni di massima relativi al finanziamento a favore dell'azienda beneficiaria. La documentazione che sarà predisposta sulla base del term sheet preliminare dovrà essere in ogni caso integrata in modo da includere tutte le ulteriori clausole, impegni e disposizioni contrattuali usualmente applicate sul mercato per operazioni analoghe. Il term sheet preliminare rappresenta solo una bozza/ipotesi di lavoro indicativa e soggetta a variazioni e non costituisce in alcun modo per le banche coinvolte un impegno vincolante ad organizzare o a sottoscrivere il finanziamento ipotizzato. L'azienda beneficiaria prende sin da questo momento atto e concorda sul fatto che l'operazione oggetto del documento ha caratteristiche di operazione complessa e che pertanto l'intervento delle banche finanziatrici prevede una fase di analisi, strutturazione e organizzazione della stessa, oltre ad un successivo ed eventuale intervento di finanziamento. Un eventuale impegno delle banche finanziatrici, dovrà essere confermato con lettera a parte, e s'intenderà comunque con facoltà di cedere o trasferire, in tutto o in parte ed in qualsiasi momento, il finanziamento a terzi.

Qualunque impegno deve ritenersi in ogni caso subordinato a:

- Alla consegna di documentazione descrittiva delle operazioni straordinarie (scissione holding, conferimento), incluso uno *structure memorandum* sintetico, in linea con quello già consegnato in bozza alle banche finanziatrici;
- Al raggiungimento di un accordo tra le parti sul testo del contratto di finanziamento e della relativa documentazione finanziaria che sarà redatta sulla base delle indicazioni di cui ai punti che seguono e, ove possibile, in linea con il contratto di finanziamento di medio/lungo termine in essere;
- All'assenza di cambiamenti o eventi di carattere tecnico, economico, amministrativo, patrimoniale, finanziario o giuridico che interessino i Beneficiari o il suo gruppo che possano modificare significativamente in senso negativo la situazione patrimoniale, economica o finanziaria dei Beneficiari e/o di qualsivoglia altra società del gruppo o che possano incidere negativamente sullo svolgimento delle attività dei Beneficiari e/o di qualsivoglia società del gruppo;
- All'assenza di mutamenti pregiudizievoli nel mercato finanziario;
- Alla contestuale stipula del contratto di finanziamento e della relativa documentazione finanziaria in forma ritenuta soddisfacente per le Banche Finanziatrici.

Vengono definite le controparti, chi saranno i beneficiari, quali saranno le banche partecipanti e il garante, ma anche questi possono cambiare.

Tendenzialmente in un contratto di finanziamento viene preso in considerazione solo il medio/lungo termine con un piano di rientro con pre-ammortamento o con ammortamento a capitale costante o variabile o con un *balloon* importante finale.

## La sindacazione

Nella sindacazione diretta, le banche alle quali viene affidata una quota del finanziamento, non divengono parti attive del contratto, ma instaurano rapporti solo con la banca che ha ceduto loro la quota e quindi non con il debitore principale. Nella sindacazione indiretta i terzi subentrano con modalità diverse anche nel *loan agreement* iniziale. All'interno di quest'ultimo, la banca capofila viene considerata il mandatario vero e proprio, chiamato dalle banche partecipanti a gestire e organizzare l'erogazione del prestito. Il *loan agreement* è quindi una convenzione bancaria in cui è presente la clausola che disciplina l'elezione della banca capofila, tramite il conferimento di un mandato con rappresentanza. In seguito all'investitura da parte delle banche partecipanti, la capofila potrà concludere il contratto di finanziamento in nome delle altre banche con riferimento alle rispettive quote sottoscritte. Le banche sottoscrittrici non saranno quindi obbligate in solido rispetto al finanziamento, ma esclusivamente nei limiti della loro quota. Le banche invitate all'operazione, individuano dei tickets di partecipazione, ciascuno remunerato con una specifica commissione (cd. participation fee) cui corrispondono determinati ruoli all'interno dell'operazione (cd. titoli: es. €20/mln, 50 bps, Lead Manager - €10mln, 35 bps, Manager - €5/mln, 20 bps, Participant).

Per quanto riguarda la responsabilità della capofila, essa viene investita di una responsabilità di tipo contrattuale nei confronti del pool, che le impedisce di commettere degli errori in riguardo a doveri negoziali preesistenti, obblighi legali e convenzionali.

Con sindacazione si intende il collocamento di quote di prestito presso banche diverse rispetto a quelle che originariamente hanno sottoscritto il contratto. In questa fase avviene la ripartizione dei ruoli e dei compiti all'interno del gruppo interbancario. Alla figura della *banca arranger* può affiancarsi la *banca bookrunner*, che svolge un ruolo amministrativo ausiliario, trasmettendo così informazioni alle altre banche e al debitore. La parte principale della fase di sindacazione è la sottoscrizione, poiché da questo momento in poi il pool potrà far partecipare all'operazione banche diverse, estranee fino a prima. Importante è la presentazione del debitore ai sottoscrittori i quali verranno informati sulla solvibilità e sull'affidabilità del loro cliente. Altra cosa importante da sottolineare è la presenza

all'interno del documento di invito alla sottoscrizione della modalità con cui il debitore provvederà alla restituzione delle somme.

### Signing e closing

La firma del contratto di finanziamento e la prima erogazione rappresentano due fasi delicate. Spetta solitamente all'agent la responsabilità di verificare che si siano avverate tutte le condizioni "sospensive" previste alla firma o all'erogazione (rilascio delle dichiarazioni, dei documenti, costituzione delle eventuali garanzie, consegna delle istruzioni di pagamento, etc.). Pertanto è utile negoziare quante più condizioni sospensive possibili alla stipula del contratto (quando le parti hanno concordato solo il term sheet), piuttosto che all'erogazione. Infatti una volta firmato un contratto sorge una responsabilità di natura appunto contrattuale, assai più onerosa di quella pre o extra- contrattuale.

Esempio Tempistica										
settimane (successive alla firma del mandato)										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Redazione Information Memorandum										
			Lancio attività di sindacazione							
			Negoziazione del contratto di finanziamento con il cliente							
							Adesioni banche (delibera/doc. legale)			
									Raccolta procure	
										Closing

### **3.6 Banca capofila e banca arranger: individuazione dei doveri e delle responsabilità dell'arranger**

La banca *arranger* ha il ruolo di comunicare agli altri partecipanti le informazioni relative al soggetto che richiede il credito, in modo che vengano analizzati i rischi e vengano studiate le caratteristiche e le modalità di finanziamento più opportune e adatte al caso. Ciò ci porta a chiederci in che misura l'*arranger* è responsabile nella distribuzione di tali informazioni e cosa succede quindi se i dati forniti risultano scorretti. Si è tentato di giustificare l'irresponsabilità della banca *arranger* in queste fasi, considerando il periodo in cui vengono diffuse le informazioni, come una fase iniziale di mero carattere negoziale, senza volontà di conclusione del contratto, ma solo con la funzione di raccolta dei dati utili ad intavolare la proposta. La situazione appare molto variegata, è infatti importante distinguere le varie fattispecie in modo da ridurre l'incertezza a riguardo. Innanzitutto è utile operare una distinzione per quanto riguarda l'erogazione del credito. Il sindacato, può essere sottoscritto per l'intero importo del finanziamento, *fully underwritten*, oppure è possibile che i sottoscrittori si facciano carico solo di una quota dello stesso, *partially underwritten*. Tuttavia in tema di finanziamento in pool, al momento della sottoscrizione del contratto, non c'è traccia della possibilità di sottoscrizione parziale, perciò tale distinzione diventa priva di senso.

Per quanto riguarda la banca organizzatrice, essa è soggetta, nei confronti del cliente a una vera e propria responsabilità contrattuale. Si può affidare ad essa anche il ruolo di mediatrice con le altre banche, nelle fasi iniziali della sindacazione, anche se è difficile usare la parola mediazione, quando la stessa attività è svolta nel quadro di una più complessa operazione. Un'altra tesi si avvale della facoltà di considerare il rapporto tra banca organizzatrice e cliente come un rapporto di mandato. Tuttavia in questo caso emerge l'obbligo da parte del mandante di comunicare al mandatario tutti i fatti connessi allo svolgimento del rapporto. Il rapporto si rileva quindi solo tra banca organizzatrice e cliente, escludendo un qualsiasi obbligo informativo nei confronti dei cofinanziatori.

Secondo l'art. 1759 c.c. la banca *arranger* considerata come intermediario in genere, ha l'obbligo di comunicare ogni informazione di sua conoscenza relativa alla valutazione dell'affare, anche quelle notizie ignote, ma ad essa conoscibili grazie

all'analisi della fattispecie in oggetto. Viene inoltre riconosciuto a capo di uno specialista del settore, l'obbligo di indagare sulla veridicità delle informazioni e di fornire qualsiasi altra informazione utile alla conclusione dell'operazione. Si parla quindi di obbligazione di risultato ed emerge una certa responsabilità in capo all'*arranger* in caso di mancato raggiungimento della cifra richiesta. Mentre nei confronti dei clienti la responsabilità rimane di tipo contrattuale.

Sinteticamente possiamo dare alla banca *arranger* il ruolo di centro amministrativo e relazionale del finanziamento in pool, mentre principale ruolo della banca organizzatrice è di ricercare coloro che sono disposti a sottoscrivere una quota del finanziamento al fine di raggiungere la quota di denaro richiesta dal mutuatario.

### **Individuazione dei vari rapporti negoziali**

In generale, all'interno di un'operazione di finanziamento in pool, si tende a separare la relazione tra istituti intermediari da quella intercorrente con il debitore. È normale chiedersi come una rete di relazioni così ampia possa conciliarsi con la formazione unitaria della volontà che poi porta alla sottoscrizione di un contratto senza conflitti di interessi. Più precisamente, vi sono due legami negoziali: la delega di capofila attraverso convenzione interbancaria e il finanziamento in senso stretto attraverso, anche in questo caso, convenzione interbancaria. Frequente è la tesi che vede i rapporti intercorrenti tra la banca finanziatrice e gli altri istituti come un rapporto di associazione in partecipazione. In questo caso alla banca *arranger* viene affidata la gestione dell'intera operazione e agli altri partecipanti è permesso di agire solamente in modo surrogatorio<sup>21</sup>. Tuttavia, la disciplina dell'associazione in partecipazione, presenta un alto grado di derogabilità, per questo motivo è meglio muoversi con cautela nell'attribuzione dei limiti nei confronti dei contraenti. In linea generale, ogni istituto bancario, partecipa pro quota all'insolvenza da parte del cliente finanziato, anche se non esiste solo il rapporto tra ente finanziatore e cliente, in quanto le stesse banche partecipanti al pool sono legate tra loro dalla necessità di

---

<sup>21</sup> art. 2549, comma 1° c.c. prevede che i terzi acquistino diritti e assumano obbligazioni soltanto verso l'associante, dal momento che questi è l'esclusivo titolare dell'affare o dell'impresa (art. 2552, comma 1°, c.c.)

collaborare per alcune decisioni. La competenza relativa alla gestione e all'organizzazione di questi legami è affidata alla banca capofila. È impossibile dunque dare alla capofila l'esclusivo ruolo di associante, come è impossibile considerare il finanziamento in pool come un tipo di obbligazione semplice. Si può quindi vedere i diversi soggetti come componenti di una società, in cui ognuno ha poteri deliberatori diversi.

### **L'esperienza tedesca**

Anche in Germania manca una disciplina che si occupi di regolare i prestiti sindacati. Tuttavia si possono distinguere due tipologie di finanziamento in pool, uno puro o proprio e l'altro impuro o improprio a seconda della titolarità del credito, della responsabilità del finanziatore e delle garanzie accessorie connesse. Il prestito sindacato puro, sorge quando l'intera somma viene prestata dalla capofila. Questa potrebbe usare solo il nome proprio e quindi far diventare l'operazione una sorta di società civile. In questo caso il rapporto nasce solo tra cliente e banca leader, mentre non sussiste nessun rapporto negoziale tra il cliente e altre banche. Il debitore pagherà la quota solo alla banca capofila, la quale si occuperà poi di distribuirla alle altre consorziate proporzionalmente. La responsabilità è quindi tutta a capo della banca leader e non sussiste responsabilità da parte delle altre banche, nemmeno nel caso di mancato versamento da parte di una di loro. Se invece la capofila, nella negoziazione del prestito, utilizza anche il nome delle altre banche, emergono rapporti giuridici diversi, in quanto questo porta alla formazione del patrimonio sociale e alla società vengono imputati diritti e obblighi relativi a quest'ultimo. I membri risponderanno ora in via illimitata e solidale all'intero importo del credito. Il finanziamento in pool considerato impuro presenta la situazione in cui ogni banca stipula un contratto di credito separato mettendo a disposizione una quantità di denaro pari alla sua quota. Anche questa fattispecie può configurarsi come una società civile, in cui la capofila ha solo funzione di controllo. Emerge, comunque, anche in questo caso, la necessità di riunire le banche partecipanti nel caso si necessiti di prendere delle decisioni in comune relative ad esempio al cambiamento della valuta del credito o alla gestione delle garanzie.

### 3.7 Posizione delle banche:

#### Ruolo della banca agente

È chiaro che un sistema come quello tedesco, non può essere trasportato così com'è in Italia. Innanzitutto a causa della presenza del Gbr<sup>22</sup>, organo non equiparabile ad alcun organo italiano, che si occupa della gestione di questo tipo di operazioni. In Italia è possibile configurare la natura delle operazioni di finanziamento in pool come la creazione di una società civile tra banche. L'argomento è abbastanza delicato, alla luce della solitamente breve durata delle convenzioni interbancarie. Tuttavia, per sfuggire a sovrapposizioni con la società occasionale, si rileva contiguità tra modelli societari e prestiti in pool solo nel caso di operazioni continuative e non saltuarie.

Se entriamo nel merito dei ruoli da assegnare ai soggetti partecipanti all'operazione, vediamo quanto sia già complicato dare un ruolo fisso alla banca capofila, in quanto delicato risulta il *trade off* tra la necessità di una gestione rapida ed efficiente e la volontà di non pregiudicare il ruolo delle co-finanziatrici. A tal fine gli stessi istituti di credito partecipanti individuano nella banca leader il principale contatto con il cliente, l'ente che si occupa di mantenere i rapporti principali con il soggetto finanziato, con una serie di prerogative esclusive. È importante quindi delineare il limite, oltrepassato il quale, la capofila cessa di avere competenza in materia, in modo da scongiurare la possibilità che la stessa banca agente possa favorire in qualche modo il richiedente, alla luce del rapporto preferenziale. Non è perciò condivisibile la definizione di un mandato generale il cui contenuto riguarda tutti gli atti di ordinaria amministrazione di competenza della capogruppo, lasciando tutto ciò che riguarda la straordinaria amministrazione alle altre banche cofinanziatrici.

---

<sup>22</sup> La GbR è una società semplice che non richiede alcun atto scritto o notarile per essere costituita. È necessario solo un semplice accordo a voce, nel quale si definisce lo scopo della società. In tal caso, la GbR è regolata dalla legge. I soci rispondono personalmente e illimitatamente per ogni debito della società. Non esiste nessun requisito di forma per la costituzione della società. Basta un accordo a voce e la presenza di uno scopo sociale (qualcosa paragonabile alla ragione sociale di una S.r.l. italiana)

Al contrario, più convincente risulta la tesi che prevede la configurazione di un mandato speciale attraverso il quale si conferisce alla banca leader l'incarico di occuparsi di tutto ciò che può riguardare le altre banche partecipanti, ferma restando la circostanza che in alcune situazioni risulta necessario l'intervento di tutte le banche partecipanti, soprattutto per quanto riguarda particolari decisioni concernenti la natura di rapporti o le modifiche riguardo il fido. Il ruolo della banca agente, non assume dunque dei connotati generali, ma speciali, in riferimento a quelle che sono le competenze specificatamente indicate a livello di mandato. D'altra parte, tutte le attribuzioni che sono di competenza dei co-finanziatori, sono espressamente indicate a livello contrattuale. Generalmente è richiesta l'approvazione di tutti i membri per quanto riguarda le decisioni strategiche e la maggioranza per quelle meno rilevanti. Si cerca di evitare di affidare le decisioni alla sola banca agente per scongiurare il rischio di paralisi decisionale.

Rilevata l'assenza di previsioni negoziali specifiche è importante cercare delle regole guida.

Il riferimento alla disciplina dei consorzi<sup>23</sup> spinge a far valere la regola della necessaria approvazione della maggioranza dei membri del consorzio, per quanto riguarda le deliberazioni riguardanti l'oggetto del consorzio. Tuttavia le stesse decisioni da prendere a maggioranza dei partecipanti, dovranno seguire la regola delle quote di mercato, assegnando quindi una diversa importanza al voto, rispetto alla percentuale di partecipazione della banca. Per quanto riguarda decisioni riguardanti la modifica dei rapporti principali tra le consorziate è invece necessario il voto all'unanimità. Detto ciò è possibile provare a tracciare un limite tra le competenze della banca capofila e quelle dei co-finanziatori. La struttura che si presenta con più ricorrenza nei finanziamenti in pool, conferisce all'organo gestorio il potere di dare esecuzione alle decisioni assunte dai consorziati, di controllare e di accertare che gli obblighi previsti vengano correttamente assunti. In questo caso quindi gli stessi consorziati hanno poteri gestori nei confronti dell'operazione di finanziamento, in quanto sono padroni di quelle decisioni che vanno a ricadere nella loro sfera personale. Si tratta di un modello coerente con la prassi contrattuale, che

---

<sup>23</sup> art. 2606, comma 1°, c.c.

affida alla banca leader sostanzialmente funzioni meccaniche e tecniche e lascia il resto delle funzioni agli altri partecipanti.

Andiamo a vedere ora come bisogna comportarsi di fronte a quelle decisioni che appaiono particolarmente controverse.

Il problema della designazione della banca leader non è molto rilevante. Solitamente essa viene nominata in sede di formazione del contratto, ma potrebbe essere prevista in sede contrattuale e nominata successivamente. Potrebbero essere anche le banche stesse che in un momento successivo al contratto sono chiamate alla nomina della banca leader, ciò può essere dettato dall'occasione in cui la banca designata in partenza come capofila, in realtà ha subito una revoca dell'incarico o è cessata dall'incarico per altri motivi. Seguendo la disciplina del consorzio, per assumere tale decisione, potrebbe rendersi necessaria l'unanimità dei votanti. Più frequente è invece la designazione attraverso l'analisi dei rapporti di forza tra le parti. Spesso infatti, il ruolo di banca leader viene affidato al co-finanziatore che ha assunto la quota maggiore del prestito, in virtù dell'elevata rischiosità che si assume.

### **Individuazione di doveri e responsabilità della capofila**

La banca capofila, nell'ambito delle sue mansioni, ha l'obbligo di riferirsi al parametro della diligenza professionale. Lo stesso pregiudizio da parte del ricorrente nei riguardi della banca leader, può inserirsi nell'ambito della responsabilità contrattuale, la quale copre un'area di tutela molto estesa che sorpassa gli stessi limiti negoziali.

Tre sono le aree di violazione della banca leader, in ragione dei suoi obblighi:

- INFORMAZIONE
- GESTIONE
- VIGILANZA

La prima categoria è anche la più rilevante in quanto comprende una pluralità di doveri a cui la banca deve attenersi. Essa ha infatti l'obbligo di monitorare le condizioni del debitore e informare tempestivamente i partecipanti al pool in caso di

sopravvenuti comportamenti lesivi della solvibilità del finanziamento o in caso di problemi relativi alle garanzie o al peggioramento delle condizioni patrimoniali, economiche e finanziarie e in generale di qualsiasi informazione che può minacciare il buon esito dell'operazione. In caso di inosservanza, di comunicazione di notizie false o non esatte o tardiva trasmissione, comporta la nascita di una responsabilità *ex contractu*. È importante tuttavia verificare che non vi siano specifiche clausole che esonerino la capogruppo in riferimento a particolari doveri informativi, ricordando comunque che in seguito all' *art 1229 comma 1°, c.c.* si considera nullo il patto che esonera a titolo preventivo la responsabilità del debitore per dolo o colpa grave.

La seconda area di violazione riguarda la gestione e l'amministrazione del credito. Queste violazioni possono comprendere il mancato versamento alle varie banche cofinanziatrici dei fondi, o il versamento degli stessi senza rispettare le condizioni concordate. Per quanto riguarda gli obblighi di vigilanza, è obbligo da parte della capogruppo, di controllare l'autenticità delle garanzie concesse. Se queste operazioni di vigilanza non vengono svolte, o vengono svolte in modo scorretto, la banca leader sarà chiamata a rispondere dell'inadempienza davanti alle banche partecipanti, finendo con ciò a compromettere la validità e l'efficacia del contratto di prestito concordato. Tra le mansioni di vigilanza, bisogna sempre ricondurre il controllo del mantenimento della finalità per cui il prestito è stato concesso, se la banca leader non monitora questo aspetto, sarà chiamata a rispondere di ciò di fronte alle altre banche, a maggior ragione se la finalità principale del prestito è il risanamento dell'azienda cliente. Ipotesi legata al mancato adempimento della funzione di vigilanza riguarda la volontaria partecipazione della banca agente all'utilizzo da parte degli stessi amministratori dell'azienda del finanziamento sindacato, per finalità diverse rispetto a quelle pattuite<sup>24</sup>.

Per reagire alle inadempienze della capofila le altre banche partecipanti potrebbero procedere alla revoca della banca agente. Ovviamente la revoca si verifica ogni qualvolta emerga una giusta causa.

---

<sup>24</sup> caso Cirio che utilizzava il denaro prestatogli in seguito ad un'operazione di finanziamento in pool, per risanare le passività delle sue controllate, con accordi presi con la banca arranger.

## **Ruolo del Book Runner**

È la banca dedita alla vera e propria sindacazione, cioè alla distribuzione (vendita) dell'operazione sul mercato. I suoi compiti specifici sono:

- selezionare, solitamente di concerto con il prenditore, i finanziatori da invitare. Tuttavia è possibile che gli inviti vengano decisi in autonomia se l'operazione è stata sottoscritta a fermo (*underwritten*);
- determinare i tickets di partecipazione e la loro remunerazione;
- predisporre il materiale informativo (cd. *Information memorandum*);
- mantenere i contatti, sollecitare e curare le adesioni delle banche invitate.

## **Ruolo del Documentation Agent**

Negozia la documentazione contrattuale con la società finanziata. Una volta definito, il contratto viene distribuito per concordanza alle banche che hanno comunicato la propria adesione creditizia (che solitamente avviene con la clausola "*subject to legal documentation*").

## **Ruolo del Facility Agent**

- In nome e per conto del pool di banche (mediante un mandato con rappresentanza) si occupa dell'execution della documentazione contrattuale, sia in fase di impianto (signing della documentazione e closing finanziario) che di gestione successiva (monitoraggio dei covenants, richieste di modifiche e/o eccezioni contrattuali, cd. waiver etc), nonché della gestione dei flussi finanziari (incasso fees, erogazione finanziamento, liquidazione interessi, rimborsi e/o rinnovi periodici, etc).
- In caso di presenza di garanzie collaterali al finanziamento, la gestione delle stesse viene affidata al Security Agent, che può non coincidere con il Facility Agent in particolare nei casi in cui le garanzie vengono prese in paesi diversi.
- Nei contratti di legge inglese secondo gli standards LMA (Loan Market Association<sup>25</sup>) è inoltre prevista, per le parti che non hanno sede in

---

<sup>25</sup> si tratta di un'associazione con sede a Londra, composta attualmente da circa 360 membri fra banche, investitori istituzionali, studi legali internazionali, providers di sistemi contabili

Inghilterra e Galles, la nomina del Process Agent, che si occuperà di gestire eventuali contenziosi presso i tribunali inglesi relativi alla documentazione finanziaria.

- Il pool dei finanziatori, attraverso l'Agent, si interfaccia con la società finanziata come soggetto unico. Inoltre, pur coincidendo in genere con uno dei finanziatori, l'Agent deve assumere un comportamento da "terzo" super partes nella gestione dei rapporti fra le parti in quanto ha funzioni meramente amministrative del contratto di finanziamento.
- A questo scopo, il coordinamento decisionale e gestionale è strutturato su base legale, a mezzo di un atto specifico sottoscritto da tutte le banche partecipanti, detto Convenzione Interbancaria (Intercreditor Agreement). L'aspetto peculiare di questo documento è la fissazione di regole decisionali e del quorum (espresso in percentuale del finanziamento), necessari affinché – su aspetti generali o specifici del contratto- possano essere prese decisioni vincolanti per tutte le banche del pool. Lo standard internazionale LMA prevede invece che i rapporti tra le banche partecipanti ed il Facility Agent siano regolati all'interno dello stesso contratto di finanziamento.

### **Ruolo delle banche partecipanti**

Il ruolo delle banche partecipanti potrebbe essere annoverato alla disciplina delle obbligazioni soggettivamente complesse. Tuttavia alla luce di quanto detto all'art. 1298, comma 2°, c.c., l'obbligazione in questione si divide internamente nei rapporti tra i singoli creditori e debitori e le rispettive parti si presumono uguali. Questa presunzione non vale sicuramente per i prestiti in pool. È importante nel nostro caso andare ad analizzare la presenza della solidarietà all'interno delle parti e valutare se essa possa considerarsi comunque esclusa alla luce del rapporto contrattuale realizzato. È utile porre attenzione al fatto che ciascuna banca è obbligata limitatamente ad una porzione del credito (*pro quota*) e nel caso in cui una delle

---

ed altri partecipanti ai mercati finanziari. Lo scopo dell'associazione è quello di fornire standard di mercato per i partecipanti del mercato internazionale, in particolare europeo, dei prestiti in tema di contrattualistica e market practice.

banche co-finanziatrici manchi nell'erogazione di una porzione del finanziamento, ciò non comporta un obbligo supplementare a carico delle altre. Per questi motivi è utile annoverare il rapporto tra le obbligazioni frazionarie. Per quanto riguarda la possibilità di recesso da parte dei co-finanziatori, questa rappresenta una fattispecie rara, specialmente se il prestito è stato concesso con finalità di risanamento del cliente, in quanto la stessa opzione di recesso andrebbe a compromettere la riuscita del piano di risanamento del cliente. È difficile sostenere la permanenza del carattere frazionario della responsabilità nel caso di interruzione brutale o concessione abusiva<sup>26</sup>.

Andiamo ora ad analizzare il carattere dell'obbligazione dal lato attivo, chiedendoci se ciascuna banca può esigere il pagamento dell'intero credito, o se lo può fare unicamente rispetto alla propria quota. Se da una parte emerge il vantaggio delle banche di poter richiedere l'adempimento della prestazione in un'unica soluzione, dall'altra parte si ravvisa la posizione del debitore che riesce ad adempiere più facilmente nei confronti di un solo creditore. Non è comunque detto che a solidarietà attiva attribuisca un vantaggio ai creditori, in quanto questo dipende dalla natura dei co-creditori e del cliente debitore. Potrebbe infatti essere più facile riscuotere la somma dal debitore stesso piuttosto che agire in regresso nei confronti del creditore che è riuscito a riscuotere l'intera somma, anche se in linea generale i colleghi co-finanziatori rappresentano soggetti caratterizzati da un maggior livello di solvibilità rispetto al cliente.

Dunque possiamo definire i rapporti affidando il carattere frazionario del credito alla pluralità dei creditori e la solidarietà dell'obbligazione ai debitori. Pertanto anche dal lato attivo può ritenersi esistente un'obbligazione parziale fra le banche. Ciò appare evidente dalla volontà di ripartire il rischio da parte delle banche, ma dalla necessità di mantenere ciascuna la rispettiva autonomia nel potere di incassare la propria quota.

È inoltre rilevabile a livello contrattuale la presenza di una particolare clausola di "distribuzione proporzionale" (*sharing clause*), secondo la quale, a fronte di ogni

---

<sup>26</sup> Si rileva a tal proposito quanto citato all'art. 2055, comma 1°, c.c., secondo cui se si può imputare il fatto che causa danno a più persone, tutti i soggetti coinvolti sono obbligati in solido al risarcimento. L'interruzione brutale del credito, può essere dunque fonte di lesione risarcibile per i terzi contraenti che hanno subito il danno e non hanno potuto continuare e concludere determinate operazioni Ex art.2043 c.c.

restituzione del debito da parte del cliente, deve beneficiare ogni partecipante al pool in relazione a quella che è la quota di partecipazione. In questo modo viene riservato un trattamento comune per ogni intermediario, nel caso in cui avvenga da parte del debitore una restituzione somme in modo non proporzionale.

Nel caso in cui l'obbligazione in questione non risulti solidale è comunque previsto dall'art.1314 c.c. che ciascuno dei creditori può esigere il soddisfacimento del credito soltanto per quanto riguarda la sua parte. Perciò la presenza della clausola di distribuzione proporzionale, non è indispensabile.

### **Principali tutele contrattuali**

I contratti contengono delle clausole sugli impegni e sugli obblighi da rispettare (cd. undertakings e/o covenants), configurabili come obblighi di fare, di non fare e limiti da rispettare (cd. financial covenants). La portata di questi covenants non costituisce certo una garanzia del rimborso integrale del finanziamento, ma permette di proteggere la posizione dei finanziatori - ad esempio facendo scattare, in caso di inosservanza di alcuni di essi, la decadenza del beneficio del termine, nonché di monitorare in modo più efficace e tempestivo l'andamento del cliente.

#### Positive/negative undertakings/covenants:

Tra gli obblighi di fare e non fare si individuano solitamente:

- Pari Passu: impegno del prestatore a far sì che le obbligazioni finanziarie dell'operazione concorrano almeno con lo stesso grado e sullo stesso piano dell'indebitamento non garantito e non subordinato già esistente;
- Negative Pledge: impegno del prestatore a non concedere successivamente alla firma del contratto di finanziamento, garanzie di qualsiasi genere in relazione a finanziamenti di varia natura.
- No disposal of assets: divieto a non disporre, in tutto o in parte, degli assets della società (solitamente sono previste soglie di rilevanza);

- Limitazione alla distribuzione dei dividendi;
- Cross default: risoluzione/recesso nel caso di default su un'altra operazione di finanziamento in essere.
- Ownership clause: risoluzione/recesso in caso di sostanziale mutamento nell'assetto proprietario della società finanziata.

#### Financial Covenants:

In linea generale, i più comuni impegni finanziari limitano il livello di indebitamento finanziario netto consentito (cd.PFN), sia in termini assoluti, sia rispetto al Patrimonio Netto (per il quale è spesso previsto un livello minimo), sia, più di frequente, rispetto al reddito operativo prodotto (individuato a livello di MOL o EBITDA). Altri covenants impongono invece determinati livelli di copertura degli Oneri Finanziari o del servizio del debito (rate in conto capitale più interessi: DSCR) da parte del reddito operativo.

### **3.8 La Remunerazione**

Le commissioni applicabili ad un finanziamento in pool prevedono di norma una parte *una tantum* anticipata definita generalmente *up-front fee*. Essa racchiude più componenti, tra le quali le principali sono:

- arrangement fee (commissione di organizzazione): remunera la vera e propria attività di organizzazione del pool. Di norma contiene anche la parte di commissione che viene retrocessa alle banche partecipanti a titolo di participation fee. Solitamente, la participation fee non è negoziata con la società finanziata e pertanto la remuneratività dell'operazione per la banca organizzatrice è soprattutto incentrata sull'abilità e forza nel retrocedere al mercato il meno possibile delle commissioni incassate (cd. *skimming*), incrementando notevolmente la remunerazione percentuale della quota finale che rimarrà sui suoi libri post-sindacazione (*final take*). Le fees che eccedono quanto riconosciuto al mercato costituiscono il cosiddetto *share of the pool*;

- underwriting fee: (commissioni di sottoscrizione): remunera il rischio di mercato assunto con la sottoscrizione a fermo dell'operazione;
- commitment fee: remunera l'assorbimento di capitale sopportato dalla banca, a fronte del mancato utilizzo di una linea di credito. Viene quindi applicata alla parte inutilizzata di una linea di credito (generalmente è una commissione propria delle linee di credito c.d. revolving o stand-by). Quella standard è pari ad una percentuale variabile, a seconda dell'ammontare dell'inutilizzato, dello spread applicato al finanziamento;
- utilization fee: viene utilizzata quando, a fronte di una commitment leggera o nulla, che non penalizza il cliente in fase di mancato utilizzo, si vuole recuperare remunerazione in fase di tiraggio della linea. Anch'essa è di norma propria delle linee di credito revolving;
- documentation fee: remunera il ruolo del Documentation Agent, se individuato;
- agency fee: remunera il ruolo del Facility Agent ed è percepita annualmente in via anticipata;
- term out option fee: nel caso il finanziamento venga strutturato concedendo alla società finanziata un'opzione per la proroga dello stesso alla scadenza, si prevede una sorta di "seconda rata" di commissioni che vanno a remunerare l'esercizio dell'opzione concessa;
- drop dead fee: è una sorta di penale nel caso la società da finanziare revochi il mandato dell'operazione per cause non imputabili all'Arranger;
- management fee: remunera l'organizzazione, e rappresenta una sorta di rateizzazione dell'arrangement fee.

### **3.9 Gestione dell'intero credito nel fallimento e nelle soluzioni negoziali della crisi del soggetto finanziato. Rinegoziazione delle condizioni di finanziamento.**

Altro tema oggetto di dibattito riguarda la possibilità della capofila di insinuarsi al passivo. Ci si chiede in particolare se essa risponda solo in riferimento alla propria quota o all'intero credito. In questo caso le disposizioni presenti all'interno della fattispecie contrattuale sono di primaria importanza per andare a definire il caso. Generalmente si esclude la facoltà della capofila di votare la sorte dell'intero credito e si prevede invece la possibilità da parte delle banche sindacate di dare i rispettivi consensi a riguardo. Importante è guardare al contenuto degli accordi con cui si è inteso risolvere la crisi dell'impresa e nella maggioranza dei casi essi negano la concessione della piena autorità alla banca capofila nelle decisioni sulla rinuncia del credito.

#### **Rinegoziazione del contratto**

La necessità di rinegoziazione del contratto, può rendersi necessaria in seguito a cambiamenti delle condizioni originarie, tali da generare uno squilibrio tra le prestazioni o a causa di sopravvenuta crisi da parte del soggetto finanziato. In caso si verificano questi presupposti, molteplici sono le modalità d'azione: si può procedere alla creazione di un nuovo accordo con l'approvazione di tutti i contraenti, oppure si possono prevedere in sede di formazione del contratto (*ex ante*) delle clausole di adeguamento, oppure in via residuale si può concedere ad uno dei contraenti di valutare il problema anche con l'aiuto di un'autorità giudiziaria e valutarne le sanzioni. Ricordiamo che l'interesse degli istituti di credito potrebbe anche essere quello di concedere delle agevolazioni pur di ottenere l'adempimento spontaneo del credito concesso.

Al momento del raggiungimento dell'accordo, non vi è dubbio che la banca agente debba adeguarsi alle soluzioni emerse. La banca leader, tuttavia, non ha il potere di rinegoziare in nome e per conto degli altri intermediari, in quanto ciò non è compreso tra i suoi poteri di natura esecutiva. Inoltre per quanto riguarda la rinegoziazione delle decisioni, questa non deve essere fatta all'unanimità, bensì a

maggioranza rispetto alle quote d'interesse. Per quanto riguarda l'ipotesi della presenza di clausole di adeguamento, queste possono riguardare ad esempio il cambiamento dell'importo in seguito al cambiamento del tasso d'interesse. Si tratta di sistemi previsionali che operano un riequilibrio automatico.

In alternativa alla rinegoziazione del credito, può succedere che il finanziatore decida per un'interruzione del credito, talvolta infatti, la cessazione del credito si presenta come l'unica alternativa percorribile. Ci si chiede ora se la banca leader può assumere da sola questa decisione.

L'interruzione del credito provoca l'estinzione del rapporto di finanziamento e ciò non può essere deliberato solo dalla banca agente. Per quanto riguarda il verificarsi di inerzia o il sopraggiungere di un comportamento omissivo da parte del cliente che mette in dubbio il mantenimento del credito sono le banche che insieme si devono interrogare sulla prosecuzione o meno della linea di credito, in relazione alle quote di partecipazione. La capofila ha il compito di controllare e monitorare i livelli di rischio e verificare continuamente la sostenibilità del prestito, in modo da comunicare tempestivamente agli altri finanziatori il sopraggiungere di eventuali irregolarità.

### **La circolazione dei crediti sindacati e del contratto di finanziamento:**

La cessione della partecipazione al finanziamento in pool può avvenire per varie motivazioni: la banca può aver bisogno di liquidità e quindi decide di monetizzare in anticipo il proprio credito perché si trova in un periodo di crisi o perché vuole spostare quell'ammontare di denaro in un altro settore in seguito ad esempio di modifiche del livello di rischiosità del cliente finanziato. Dal momento che abbiamo definito la natura parziaria dell'obbligazione dal lato attivo delle banche, nulla vieta la circolazione del credito stesso come una qualsiasi obbligazione semplice<sup>27</sup>. Tali somme sono naturalmente cedibili da parte del creditore anche senza il consenso del debitore, a meno che tale alienazione non sia vietata dalla legge o abbia carattere strettamente personale. Per favorire la formazione di siffatto mercato secondario, spesso all'interno del contratto di finanziamento vengono inserite specifiche

---

<sup>27</sup> Dall' art.4 sulla garanzia di solvenza del cedente e dall'art.5 sulla cessione nei confronti dei terzi si rileva la libera cedibilità sei crediti connessi al finanziamento in pool.

clausole che confermano la libera trasferibilità del credito. Risulta diffusa anche la clausola che libera il creditore dalla comunicazione al debitore dell'avvenuto trasferimento del credito.

Se la circolazione del credito relativo al finanziamento in pool può considerarsi come libera, lo stesso non si può dire in riguardo al trasferimento del contratto, per il quale è necessaria l'approvazione del contraente ceduto<sup>28</sup>. Data la confusione giurisprudenziale riguardo alla cessione di questo tipo di contratti, specialmente se parziaria, spesso sono previste all'interno del contratto, delle clausole di libera trasferibilità in senso lato, comprensive sia della convenzione interbancaria, sia del contratto di finanziamento. Infatti secondo l'art. 1406 c.c., il subentro di una parte al posto di un'altra nel contratto andrebbe a considerare inammissibile la possibilità di una circolazione parziale, dal momento che oggetto della cessione del contratto è il rapporto giuridico corrispondente e non il negozio.

---

<sup>28</sup> art. 1406 c.c.

## **CAPITOLO 4: ANALISI EMPIRICA DI UTILIZZO DEI FINANZIAMENTI IN POOL**

### **INTRODUZIONE**

L'analisi proposta in questo capitolo è stata effettuata in collaborazione con una delle maggiori banche d'investimento italiane.

Si tratta dell'operatore italiano di riferimento nel capital markets e nell'investment banking, raggiungendo una massa critica rilevante nelle attività di Market Making. L'azienda, per soddisfare la propria clientela corporate, si occupa di organizzare e strutturare i vari finanziamenti sindacati e valuta gli inviti a partecipare a finanziamenti sindacati complessi.

Nella fase iniziale l'azienda si occupa di analizzare e valutare la richiesta di finanziamento e le informazioni a supporto della stessa (in generale il business plan del cliente). In seguito viene individuata anche sulla base di analisi di mercato/business (e conseguente sensitivity del business plan), la struttura finanziaria dell'operazione. La procedura comporta poi la costruzione del pacchetto informativo iniziale dell'operazione di finanziamento (term sheet/lettera di invito/information memorandum) con le condizioni di base (tranching, pricing, pacchetto delle eventuali garanzie, livello dei covenant finanziari, gestione dei rischi di tasso/cambio). In conclusione viene preparata la nota tecnica a supporto della proposta creditizia e viene gestita la negoziazione della documentazione contrattuale con il cliente ed i legali delle banche del sindacato, sino alla firma stessa. Il database su cui è stata effettuata l'analisi contiene i dati relativi alle operazioni effettuate dalla banca negli ultimi tre anni, sia per quanto riguarda le operazioni di finanziamento bilaterali, sia le operazioni in pool. In seguito alle valutazioni sulla tipologia delle operazioni, sulla tipologia di aziende e sulla redditività, si vuole rilevare quanto per una banca sia vantaggioso intraprendere operazioni di questo tipo sia a livello di numeri, sia a livello di immagine e concorrenza. I dati vengono considerati rappresentativi del mercato italiano poiché la banca in questione è il player numero uno per quanto riguarda l'erogazione dei finanziamenti in pool e soddisfa più del 40% del mercato.

#### **4.1 Fasi iniziali dell'analisi**

Vengono analizzate 187 operazioni con aziende diverse effettuate dal 1 gennaio 2016 al 31 dicembre 2018.

Su 187 aziende, 83 hanno un rating che permette loro di essere classificate come Investment Grade (IG). Ciò significa che su questi clienti la banca riserva un grado maggiore di affidabilità in quanto sono stati classificati al livello investimento, perciò hanno un rating che va da AAA (grado di solvibilità massimo) a BBB- (grado di solvibilità elevato).

Quindi la banca ha operato per il 44,4% con una clientela molto affidabile.

Il 55,6% della clientela, è invece classificato come Sub Investment Grade (SIG), si tratta quindi di aziende con un rating che va dalla BB+ (grado di solvibilità mediocre) a, presumibilmente D (cliente inadempiente).

#### **Modalità di calcolo del rating:**

La banca per le aziende il cui rating non è determinato dalle agenzie preposte, utilizza un metodo interno di calcolo del rating. Il dato prevede due fasi di analisi, una quantitativa e una qualitativa. Nella parte quantitativa, si vanno a valutare i dati di bilancio, in particolare l'EBITDA e la leva di indebitamento. Il sistema, attraverso l'utilizzo di specifici moduli, calcola un dato di rating che poi potrà essere modificato nel rispetto di ulteriori aspetti qualitativi verso cui la banca nutre maggior sensibilità. In particolare la banca in questione è molto più attenta alla solidità patrimoniale del cliente, piuttosto che alla capacità dello stesso di produrre reddito. Perciò possiamo dire che vengono premiate le aziende caratterizzate da una maggior quantità di tangible assets.

Dal momento che l'analisi riguarda la concessione di contratti di finanziamento in pool si è deciso di differenziare dal database le operazioni che la banca ha effettuato bilateralmente, ovvero, ponendosi come unica controparte finanziatrice. Il database contiene anche operazioni di waiver, ovvero di solo incasso commissioni. Per waiver si intende la rinuncia da parte del cliente di una clausola contrattuale, per necessità o per volontà. Se la banca sceglie di permettere questo sfornamento, chiede al cliente una commissione accessoria.

	n. campioni	ml di €
Operazioni bilaterali di erogazione	59	6.691
Operazioni in pool di erogazione	128	11.474

Analisi effettuata sulle sole operazioni in pool:

Clients SIG	80	62,5%
Clients IG	48	37,5%

### **Individuazione del segmento di clientela nelle operazioni di erogazione in pool:**

GC= Global Corporate (clienti con un fatturato maggiore o uguale a 350ml)

BDT= Segmento Banca dei Territori (clienti con un fatturato minore a 350ml)

- Nell'attività di corporate e investment banking il gruppo è protagonista assoluto, proponendosi come partner globale per le imprese, la pubblica amministrazione e le istituzioni finanziarie.
- La divisione Banca dei Territori si occupa prevalentemente dell'attività commerciale domestica.

GC	105	82%
BDT	23	18%

### Analisi per settore industriale:

settore	n. campioni bilaterali	%	n.campioni pool	%
Automotive&Mechanics	1	1,70	4	3,13
Automotive, Industrials	2	3,33	1	0,78
Automotive, Mechanics, Elect	6	10,00	6	4,69
Basic materials&healthcare	4	6,67	2	1,56
Business Solutions		0,00	1	0,78
Consumer Goods/services	1	1,70	1	0,78
Consumer,retail,Luxury		0,00	3	2,34
Energy	1	1,70	8	6,25
Financial Institutions		0,00	2	1,56
Food Beverage GDO		0,00	1	0,78
Food%Bev Distribution	3	5,00	13	10,16
General Contract/infrastructures	4	6,67	9	7,03
Healthcare	4	6,67	2	1,56
Infrastructures	1	1,70	3	2,34
Materials		0,00	4	3,13
Oil%Gas	1	1,70	3	2,34
Public	2	3,33	1	0,78
Public Finance	1	1,70	2	1,56
Public Sector		0,00	1	0,78
Retail%Luxury	7	11,67	11	8,59
Special Situation	2	3,33	8	6,25
Telecommunication/media/technology	3	5,00	15	11,72
Non Specificato	16	27,12	27	21,09

### Analisi per anno di chiusura operazione:

	n.campioni bilaterali	importo	n.campioni pool	importo
2016	18	529	41	3.724
2017	19	3.641	45	4.026
2018	22	2.520	42	3.724

Durata media operazioni di finanziamento in pool: 5,09 anni

Durata media operazioni bilaterali: 5,10 anni

Media importo erogato per operazione:

	ml di euro
Erogazioni bilaterali	113
Erogazioni in pool	81

Nelle operazioni in pool, in media la quota di partecipazione della banca è del 28,84% sul totale richiesto. In particolare:

n. campioni	%partecipazione
75	<30%
53	>50%

- La percentuale minima di partecipazione riguarda un'operazione conclusa nel dicembre 2017 con un'azienda del settore Energy Utilities che ha richiesto €100 ml per rifinanziare una linea di finanziamento in essere. La banca ha partecipato per il 4% e la durata dell'operazione è di 5 anni.
- La percentuale massima di partecipazione riguarda un'operazione conclusa nel dicembre 2018 con un'azienda del settore retail&luxury che ha richiesto €150ml di rifinanziamento. La banca ha partecipato per il 75% e la durata dell'operazione è di 5 anni.

## 4.2 Analisi della tipologia di operazioni in pool:

Tipologia	n. campioni	tot importo erogato ml di €
Acquisition Finance	20	2.050
Corporate	51	4.077
LBO	6	121
Refi	51	4.146

- Acquisition Finance: operazioni di finanziamento finalizzate all'acquisizione di nuove società o segmenti di business;
- Corporate: finanziamenti a medio/lungo termine erogati alle imprese che intendono effettuare degli investimenti non specifici o progettati;
- LBO: operazioni di Leverage Buy Out, ovvero operazioni di finanziamento finalizzate all'acquisizione di una società attraverso il debito. Il leverage buy out prevede la creazione di una società veicolo (newco), nella quale affluiscono le risorse finanziarie dell'offerente: equity e indebitamento. Nella fase successiva la newco conferisce gli asset nella società target e quindi riceve partecipazioni della stessa, oppure può procedere ad una fusione per incorporazione con la società target, risultando in genere la società incorporata. Il debito contratto viene poi ripagato vendendo rami d'azienda o asset non strategici oppure con i flussi di cassa generati dalla società acquisita. Nelle operazioni di questo tipo è importante che la società target abbia un basso grado di leva finanziaria e un'alta capacità di produrre cash flow, questo perché la nuova società nata dall'incorporazione dovrà essere in grado di ripagare il debito contratto;
- Refi: operazioni di rifinanziamento su finanziamenti già in essere.

### 4.3 Analisi sulla redditività

Analisi sulla media delle commissioni incassate: il dato si riferisce alla commissione incassata dalla banca sulla quota di partecipazione per ogni operazione.

Tipo di operazione	% incassata
Bilaterale	0,834
Pool	0,846

Commissioni incassate per waiver nelle operazioni in pool: 1.980 ml in 3 anni. In media le commissioni per le richieste di waiver prevedono un costo medio dello 0,25% della quota di partecipazione.

Commissioni di coordinamento incassate nei tre anni: 8,9 ml di €.

- La percentuale maggiore di commissione incassata riguarda un'operazione in pool conclusa nel marzo 2017 con un'azienda inserita nel segmento SIG (sub investment grade), con lo scopo di effettuare una Finance Acquisition. Il cliente ha richiesto un finanziamento di €100ml e la banca in analisi ha partecipato per €25ml applicando una commissione del 3%.

Percentuale di commissione media applicata dalla banca nelle operazioni in pool in relazione al grado di rating applicato all'azienda:

Segmento Rating	% media commissione applicata
IG	0,50%
SIG	1,10%

### **Totale commissioni incassate:**

anno	tot commissioni su bilaterali (ml di €)	totale commissioni pool (ml di €)
2016	5,78	20,89
2017	6,49	24,46
2018	11,32	16,36
totale	23,59	61,71

### **Ulteriori ricavi di cross-selling**

Un ulteriore ricavo per la banca derivante dalla costituzione delle operazioni di finanziamento in pool è costituito dalla vendita di servizi complementari legati all'operazione di finanziamento in corso. Si tratta prevalentemente di servizi di agency e operazioni di hedging.

- Strategie di hedging: servizio che permette al cliente che ha beneficiato di un finanziamento in pool di coprirsi da rialzi eccessivi del proprio tasso variabile d'interesse. Ciò avviene attraverso la sottoscrizione di un accordo in cui il cliente si impegna al pagamento di un ulteriore tasso fisso IRS (interest rate swap) e ottiene in cambio la restituzione da parte della banca del tasso variabile pagato, depurato dello spread.
- Agency: servizio che prevede la possibilità di avere un Facility Agent super-partes con cui interfacciarsi che si occupa di curare gli aspetti relazionali tra le parti.

	ricavi x-selling
2016	7,76
2017	3,86
2018	2,9
totale	14,52

#### 4.4 Conclusioni dell'analisi reddituale

Dall'analisi dei risultati ottenuti dai calcoli effettuati sul database di partenza notiamo quanto sia nettamente più redditizio per la banca intraprendere operazioni di finanziamento in pool piuttosto che limitarsi ai soli strumenti bilaterali. Sulle commissioni bilaterali la banca eroga in media 113 ml di euro per operazione, incassando in media lo 0,83% come reddito da commissioni. La durata media delle operazioni è di 5,1 anni, in linea con la durata media dei finanziamenti in pool. Nei tre anni in analisi, la banca ha incassato in totale 23,59 ml di euro di commissioni sui finanziamenti bilaterali, ovvero 0,4 ml di euro per operazione.

Per quanto riguarda le operazioni in pool, negli anni presi in considerazione sono stati conclusi 128 contratti di finanziamento, per un totale di 11.474 ml di euro erogati. La clientela che ha usufruito di questo strumento è per il 37,5% clientela molto affidabile, a cui viene applicata in media una commissione dello 0,5%, al contrario per il 62% la banca opera con clientela SIG, a cui applica una commissione media del 1,1%. I settori prevalenti su cui la banca interviene sono il TMT (telecommunication/media/technology) con una percentuale del 11,72% sul totale delle operazioni effettuate, il Food&Beverage (10%), Healthcare (8%) e Automotive (8%). In particolare i finanziamenti riguardano soprattutto rifinanziamenti o operazioni corporate (>8.000 ml di euro). La durata media delle operazioni è in linea con le bilaterali, con una durata media di 5,09 anni. Per ogni finanziamento la banca eroga in media 81 ml di euro, considerando che questa somma è solo una quota dell'importo concesso, il quale viene completato dagli altri istituti di credito partecipanti al pool. La quota di partecipazione media della banca in analisi è del 28,84%. Per quanto riguarda le commissioni viene incassato in media lo 0,84% per operazione. Nel periodo triennale considerato la banca ha raccolto 61,71 ml di euro di commissioni dirette sulla quota di partecipazione ai finanziamenti in pool. A questo reddito vanno aggiunte altre tre componenti: le commissioni di coordinamento per un totale di 8,9 ml di euro, i ricavi derivanti dalla concessione di waiver per 1,980 ml di euro e l'importo derivante dalla concessione di servizi in cross-selling per 14,52 ml di euro. In totale la banca ha incassato 87,11 ml di euro triennali dall'erogazione di finanziamenti in pool. L'analisi mostra quanto sia quantitativamente superiore il guadagno generato dai prestiti in pool rispetto ai

finanziamenti bilaterali, in particolare queste operazioni portano alla banca il 42,85% di redditività in più.

#### 4.5 Analisi rischio-rendimento

Per gli istituti di credito, partecipare ad un'operazione in pool comporta una riduzione del *rischio di concentrazione* nei confronti di un cliente e consente di alleggerire i propri libri da impieghi ritenuti a vario titolo eccessivi rispetto al cliente stesso, al settore, all'area geografica ecc.. Rilevato ciò, secondo questa eccezione di rischio, un'operazione in pool potrebbe essere vista come meno rischiosa di una bilaterale. Tuttavia è utile focalizzarsi anche su un altro aspetto, importante sia per le operazioni bilaterali, sia per le operazioni in pool, ovvero la relazione fra rischio inteso come costo del capitale per la banca, funzione del rating della controparte, e redditività.

Per un cliente con rating Investment Grade l'accantonamento prudenziale di capitale richiesto alle banche è più basso e quindi anche il rendimento richiesto risulta più contenuto, ovvero costo del finanziamento inteso come somma di commissioni e margine di interessi. Per i clienti più rischiosi e con rating meno buoni, gli accantonamenti ai fini regolamentari salgono e quindi deve salire anche il prezzo che il cliente paga per il finanziamento. Nella pratica esistono sicuramente delle eccezioni dovute a motivi particolari come l'importanza della controparte, ma la regola generale è che migliore è il rating e più basso è il costo del finanziamento della controparte. Dal database possiamo verificare quanto detto:

		ml di euro				
	n. operazioni	Commissioni sulla quota	Commissioni di coordinamento	Ricavi da x-selling	Ricavo tot	media ricavo per operazione
SIG bil	24	10,2	0,12	1,17	11,49	0,48
SIG pool	80	37,7	6,73	7,8	52,23	0,65
IG bil	36	13,3	0,38	1,27	14,95	0,42
IG pool	47	20,7	2,16	2,5	25,36	0,54

#### **4.6 Vantaggi qualitativi:**

Il vantaggio derivante dalla concessione dei finanziamenti in pool per le banche non è solo quantitativo. Nei precedenti capitoli abbiamo visto come questo strumento sia finalizzato alla ripartizione del rischio di credito, ma andiamo ora a considerare gli ulteriori guadagni generati dalla fase di sindacazione dell'operazione. Per l'Arranger/Underwriter la sindacazione è utile, ceteris paribus, per:

- alleggerire i propri libri da impieghi ritenuti a vario titolo eccessivi rispetto al cliente, al settore, all'area geografica, alla tipologia di operazione, etc..
- migliorare sensibilmente la redditività dell'impiego tradizionale, incluso lo skimming sulle fees da retrocedere alle banche partecipanti;
- soddisfare, facendo leva sul proprio placement power, le necessità finanziarie del cliente, senza rischiare di esaurire integralmente la propria capacità di far credito;
- dare lustro alla banca nel programma creditizio, accompagnando clientela prestigiosa alla guida di un pool di finanziatori.

## CONCLUSIONI

L'elaborato, partendo dall'esposizione della recente crisi finanziaria, ha presentato l'utilizzo da parte di banche e imprese del finanziamento in pool. Dall'analisi effettuata è emerso quanto strategico e vantaggioso sia questo strumento, in grado di produrre reddito e prevenire i rischi di credito e di mercato e quindi scongiurare il ripresentarsi di una crisi come quella passata. Già con Basilea I è emersa la necessità di fornire alle banche nuovi strumenti per fronteggiare il rischio di liquidità e di mercato. Tuttavia mancava ancora una differenziazione delle misure del rischio per tipologia di clientela, non venivano considerate le scadenze, i rischi operativi e la diversificazione del portafoglio come elemento di riduzione del rischio. Con Basilea I si apre quindi la necessità di migliorare l'efficienza operativa così da aprirsi di più alla concorrenza. Si determina inoltre anche una spinta verso l'innovazione di prodotto, delle tecniche di gestione e di processo. In seguito, con la nascita di Basilea II, il rischio operativo, il rischio di credito e di mercato vengono ufficialmente presi in considerazione affinando in questo modo i criteri di misurazione del rischio. A livello normativo viene previsto l'utilizzo del rating per misurare il rischio di credito da utilizzare per stabilire l'assorbimento di capitale minimo. Per la prima volta le banche più grandi possono costruirsi in casa i propri rating, ovviamente nel rispetto di regole metodologiche rigorose, così da poter valutare al meglio ogni opportunità di investimento. Il nuovo obiettivo è di prevenire l'eccessiva assunzione di rischi da parte degli operatori e rendere il sistema finanziario più solido e uniforme. Con Basilea III si è fatto leva sul fatto che tutte le manovre compiute da una banca comportino dei rischi e quindi la possibilità di avere perdite. Più le operazioni sono rischiose, più grandi possono essere le perdite e quindi maggiore è la quantità di denaro che la banca deve raccogliere per tutelarsi e tenere quindi in cassaforte, da non utilizzare per nessun altro motivo. Siamo così di fronte ad un incremento dei costi e questo ricade sui clienti che vedranno aumentare le commissioni e gli spread sui prestiti bancari. Le stesse aziende vengono esaminate con più attenzione quando richiedono un prestito bancario. Da ciò consegue che le banche sono tanto più solide quanto più solide saranno le proprie imprese clienti. Le imprese devono quindi puntare ad un rafforzamento patrimoniale per aumentare il grado di fiducia e aumentare la redditività e i flussi di cassa per ottenere un buon rating. Infatti se si

aumenta solo il patrimonio, si abbassa il debito, ma non si genera nessuna certezza sul pagamento dello stesso. Basilea III tramite le autorità di vigilanza dei diversi paesi, ha imposto alle banche determinati parametri di sicurezza. Ora le imprese si comportano maggiormente come le banche, andando a definire i parametri di sicurezza che le rendono meno vulnerabili e più reattive agli imprevisti. Nella seconda parte del presente elaborato si è introdotta la soluzione concreta a queste problematiche evidenziate: l'utilizzo dei finanziamenti in pool. Abbiamo visto come questi strumenti modifichino in maniera considerevole il rapporto banca-impresa, rendendolo conforme alle nuove disposizioni regolamentari. Questo strumento permette agli istituti di credito di intraprendere delle operazioni di finanziamento che coinvolgano un pool di banche diverse che collaborano e lavorano in team per raggiungere un obiettivo comune: produrre redditività e ridurre il rischio. Questi prestiti sindacati permettono una ripartizione del rischio a più operatori e l'introduzione nel mercato di nuove figure di coordinamento e nuove possibilità da parte delle imprese di gestire in modo più comodo ed economico il finanziamento rispetto alle esigenze e alle variazioni di mercato. Si è dimostrato attraverso l'analisi empirica quanto questi prestiti siano molto più vantaggiosi per le banche, rispetto alle sole operazioni bilaterali. Il vantaggio risiede sia nel maggior numero di ricavi derivanti dallo sviluppo di queste operazioni, sia dalla maggior visibilità sul mercato guadagnata dalla banca. Essa ha la possibilità di operare con settori diversi e ciò permette di ottenere un posizionamento migliore a livello di concorrenza. Sicuramente l'utilizzo di questi strumenti nel lungo termine può essere utile a prevenire ulteriori situazioni di crisi finanziaria di liquidità e di insolvenza.

## BIBLIOGRAFIA

- Acharya V.V., Gale D., Yorulmazer T., “*Rollover Risk and Market Freezes*”, *The Journal of Finance*, 2011.
- Acharya V.V., Mora N., “*A Crisis of Banks as Liquidity Providers*”, *The Journal of Finance*, 2015.
- Acharya V.V., Naqvi H., “*The seeds of a crisis: a theory of bank liquidity and risk taking over the business cycle*”, *Journal of Financial Economics*, 2012.
- Acharya V.V., Steffen S., “*Analyzing Systemic Risk of the European Banking Sector*”, *Handbook on Systemic Risk*, 2013.
- Alemanni B., Anolli M., Millon Cornett M., Saunders A., *Economia degli intermediari finanziari*, Milano, McGraw-Hill, 2011.
- Badinelli S., Birindelli G., Castelli P., Di Ciero N., Ferretti P., Formisano V., Maggioni P.G., Maiorano L., Modina M., Piccarozzi L., *Imprese, Banche e Finanza. Le Evidenze di un’Analisi Territoriale alla luce della crisi finanziaria*, Milano, FrancoAngeli, 2010.
- Banca d’Italia, Rapporto di stabilità finanziaria No 2, Novembre 2011.
- Basel Committee on Banking Supervision- BCBS, *The management of liquidity risk in financial groups*, Bank for International Settlements, Maggio 2006.
- BCBS, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. A Revised Framework*, Bank for International Settlements, Giugno 2006.
- BCBS, *International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring*, Bank for International Settlements, Dicembre 2009.
- BCBS, *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, Agosto 2010.
- BCBS, Basilea III, *Schema internazionale per la misurazione, la regolamentazione e il monitoraggio del rischio di liquidità*, Bank for International Settlements, Dicembre 2010.
- BCBS, Basilea III, *Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, Bank for International Settlements, Giugno 2011.

- BCBS, Basilea III, *Liquidity Coverage Ratio e gli strumenti di monitoraggio del rischio di liquidità*, Bank for International Settlements, Gennaio 2013.
- BCBS, Basilea III, *Il Net Stable Funding Ratio*, Bank for International Settlements, Gennaio 2014.
- Bonini S., Forestieri G., Geranio M., Laruccia E., Lazzari V., Tirri V., Zullo R., *Il Finanziamento Delle Imprese. Quale Futuro?* Roma, Ente Luigi Einaudi, 2003.
- Brunnermeier M.K., “*Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008*”, Journal of Economic Perspectives, 2009.
- Cai J., Thakor A.V., “*Liquidity risk, credit risk, and interbank competition*”, 2008. <http://ssrn.com/abstract=1307879>
- Coommittee on the Global Financial System, *The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions*, Bank for International Settlements, Luglio 2011.
- Cremasco D., Finanziamenti in pool, in AA.VV., *i nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, XII, Torino 2005.
- De Laurentis G., *Il Credito alle Imprese dopo la Crisi, Politiche e strumenti di dialogo banca- impresa: rating, analisi e previsione finanziaria*, Roma, Bancaria Editrice, 2011.
- Ghionni P., Visconti C., *Finanziamenti in Pool e Posizione delle Banche*, Torino, G.Giappichelli Editore, 2016.
- Goodhart C., “*Liquidity risk management*”, Financial Stability Review-Special issue on liquidity, 2008.
- Miller M.V., Modigliani F., “*The cost of capital, corporate financ , and the theory of investment*”, The American Economic Review, 1958.
- Thakor A.V., “*The financial crisis of 2007-2009: why did it happen and what did we learn?*”, Review of Corporate Finance Studies.
- Schiesari R., I finanziamenti in pool, in I. De Muro (a cura di), *Le operazioni di finanziamento alle imprese. Strumenti giuridici e prassi*, Torino.

## SITOGRAFIA

- [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)
- [www.carin.info.com](http://www.carin.info.com)
- [www.gmbfinance.it](http://www.gmbfinance.it)
- [www.professionefinanza.com](http://www.professionefinanza.com)
- [www.bankipedia.org](http://www.bankipedia.org)
- [www.ssr.com](http://www.ssr.com)
- [www.economipedia.com](http://www.economipedia.com)
- [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)
- [www.lawinsider.com](http://www.lawinsider.com)
- [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)
- [www.bancaimi.com](http://www.bancaimi.com)

**APPENDICE I: TERM SHEET DI CONTRATTO DI FINANZIAMENTO  
IN POOL**

## TERM SHEET PRELIMINARE DEL FINANZIAMENTO

**Finanziamento fino ad un massimo complessivo di Euro [...000.000,00]**

### **Sintesi dei principali termini e condizioni indicativi**

Di seguito sono presentati i principali termini e condizioni di massima relativi al finanziamento a favore di XXX S.p.A. e YYY S.p.A. (congiuntamente, i "**Beneficiari**"). La documentazione che sarà predisposta sulla base del presente term sheet preliminare dovrà essere in ogni caso integrata in modo da includere tutte le ulteriori clausole, impegni e disposizioni contrattuali usualmente applicate sul mercato per operazioni analoghe e che non vengono qui riportate unicamente per esigenze di sintesi.

Il presente term sheet preliminare rappresenta solo una bozza/ipotesi di lavoro indicativa e soggetta a variazioni e non costituisce in alcun modo per BANCA B S.p.A ("**BANCA B**"), Banca Agente/BANCA A , [Banca Banca C e Banca D] un impegno vincolante ad organizzare o a sottoscrivere il finanziamento ipotizzato. I Beneficiari prendono sin da ora atto e concordano sul fatto che l'operazione oggetto del presente term sheet ha caratteristiche di operazione complessa e che pertanto l'intervento delle Banche Finanziatrici prevede una fase di analisi, strutturazione e organizzazione della stessa oltre ad un successivo eventuale intervento di finanziamento.

Un eventuale impegno delle Banche Finanziatrici dovrà essere confermato con lettera a parte, e s'intenderà comunque con facoltà di cedere o trasferire, in tutto o in parte ed in qualsiasi momento, il finanziamento a terzi. Qualunque impegno deve intendersi in ogni caso subordinato, oltre che a tutte le condizioni ed i termini di seguito elencati nel presente term sheet preliminare, anche:

- alla consegna di documentazione descrittiva delle operazioni straordinarie (scissione di Holding, conferimento di YYY in XXX), incluso uno structure memorandum sintetico (in linea con quello già consegnato in bozza alle Banche Finanziatrici);
- alle positive delibere degli organi competenti delle Banche Finanziatrici;
- al raggiungimento di un accordo fra le parti sul testo del contratto di finanziamento e della relativa documentazione finanziaria che sarà redatta sulla base delle indicazioni di cui ai punti che seguono e, ove possibile, in linea con il contratto di finanziamento a medio lungo termine di complessivi Euro ... milioni, sottoscritto in data X DEL MESE DI ..... 2016 fra, inter alia, i Beneficiari da una parte e Banca Agente in qualità di Banca Agente (il "**Finanziamento in Essere**") ;
- all'assenza di cambiamenti o eventi di carattere tecnico, economico, amministrativo, patrimoniale, finanziario o giuridico che interessino i Beneficiari o il suo gruppo che possano modificare significativamente in senso negativo la situazione patrimoniale, economica o finanziaria dei Beneficiari e/o di qualsivoglia altra società del gruppo o che possano incidere negativamente sullo svolgimento delle attività dei Beneficiarie/o di qualsivoglia altra società del gruppo;
- all'assenza di mutamenti pregiudizievoli nel mercato finanziario; e
- alla contestuale stipula del contratto di finanziamento e della relativa documentazione finanziaria in forma ritenuta soddisfacente per le Banche Finanziatrici.

Di seguito il simbolo ●, [...] o **tbd** significa da definirsi e, pertanto, deve intendersi come ancora da concordare; deve intendersi parimenti da concordare ogni altro punto nel presente term sheet preliminare indicato tra parentesi quadre. Per quanto ovvio, qualunque impegno potrà essere ritenuto vincolante, ferme restando le condizioni indicate ai punti precedenti, solo dopo il raggiungimento tra le parti di un accordo espresso su ciascuna delle clausole ove risulta indicata l'espressione ●, [...] o **tbd** ovvero su ciascuno dei punti indicato tra parentesi quadre.

<b>Beneficiari</b>	XXX S.p.A. e YYY S.p.A.
<b>Garante</b>	XXX S.p.A.
<b>Tipologia ed Importo</b>	<p>Finanziamento di complessivi Euro [...000.000,00 (... milioni/00)] suddiviso nelle seguenti linee di credito (il “<b>Finanziamento</b>”):</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Linea di credito per cassa “<i>amortising</i>” a medio / lungo termine non rotativa dell'importo capitale massimo pari ad [Euro ...0.000.000,00 (... milioni/00)] (la “<b>Linea Term Loan</b>”), di cui: <ul style="list-style-type: none"> <li>- a favore di XXX S.p.A. dell'importo capitale massimo pari ad [Euro ....000.000,00 (... milioni/00)] (la “<b>Linea Term Loan XXX</b>”)</li> <li>- a favore di YYY S.p.A. dell'importo capitale massimo pari ad [Euro ...000.000,00 (... milioni/00)] (la “<b>Linea Term Loan YYY</b>”)</li> </ul> </li> <li>• Linea rotativa dell'importo capitale massimo pari ad Euro [...000.000,00 (... milioni/00)] (la “<b>Linea RCF</b>”), utilizzabile, mediante il distacco parziale dei commitment delle Banche Finanziatrici (cd. <b>Ancillary Facilities</b>), secondo le seguenti modalità: <ul style="list-style-type: none"> <li>- anticipazione di crediti commerciali (Italia e Estero) dei Beneficiari rappresentate da fatture salvo buon fine e/o ricevute bancarie (c.d. RI.BA.) per un importo capitale massimo pari a Euro ...000.000,00 (.. milioni/00)</li> <li>- <i>import/export</i> per un importo capitale massimo pari a Euro ...000.000,00 (... milioni/00)</li> <li>- emissione di fideiussioni nell'interesse dei Beneficiari per un importo capitale massimo pari a Euro ...000.000,00 (... milioni/00)</li> <li>- apertura di credito in conto corrente per un importo capitale massimo pari a Euro .....000,00 (... mila/00)</li> </ul> </li> </ul>
<b>Scopo del Finanziamento</b>	<p>Linea Term Loan: soddisfare il fabbisogno finanziario generale dei Beneficiari (c.d. «<i>general corporate purpose</i>») nell'ambito del Business Plan 2018/2023, incluso il rifinanziamento dell'indebitamento finanziario esistente, tra cui il rimborso integrale delle linee Term Loan e RCF Tranche 1 del Finanziamento in Essere</p> <p>Linea RCF: supporto dei fabbisogni di capitale circolante</p>
<b>Bookrunner</b>	Banca Agente, BANCA B
<b>Mandated Lead Arrangers (MLA)</b>	BANCA B, Banca Agente, [Banca Banca C e Banca D]
<b>Banche Finanziatrici</b>	BANCA B, BANCA A , [Banca Banca C e Banca D]
<b>Banca Agente</b>	Banca Agente
<b>Quote di Partecipazione</b>	<p>Fino ad un massimo di:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Euro ...000.000,00 (.. milioni/00)] per BANCA B e BANCA A</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Euro [•] per Banca Banca C</li> <li>• Euro [•] per Banca D</li> </ul>										
<b>Modalità di Utilizzo e Periodo di Disponibilità</b>	<p><u>Linea Term Loan</u>: in un'unica soluzione entro 15 (quindici) giorni dalla data di stipula del contratto di Finanziamento</p> <p><u>Linea RCF</u>: in più soluzioni fino a 3 (tre) mesi prima della Data di Scadenza, e facoltà di ripristino della disponibilità di tipo "revolving". Ammontare di utilizzo minimo di Euro 5.000.000,00 (cinque milioni/00 o multipli di Euro 1.000.000,00 (un milione/00, con numero massimo di [5] tiraggi in essere. YYY potrà utilizzare la Linea RCF fino ad un massimo del 50% della stessa (la "<b>Quota Massima RCF YYY</b>").</p>										
<b>Data di Scadenza</b>	<p><u>Linea Term Loan</u>: 6 (sei) anni dalla data di stipula del contratto di Finanziamento</p> <p><u>Linea RCF</u>: 3 (tre) anni dalla data di stipula del contratto di Finanziamento</p>										
<b>Rimborso</b>	<p><u>Linea Term Loan</u>: <i>Amortizing</i>, con rate semestrali come da piano di ammortamento allegato</p> <p><u>Linea RCF</u>: Integrale alla Data di Scadenza</p>										
<b>Structuring / Arrangement fee</b>	[60] bps <i>una tantum</i> sull'importo del Finanziamento										
<b>Margine Iniziale</b>	<p><u>Linea Term Loan</u> [220] bps per anno</p> <p><u>Linea RCF</u>: [200] bps per anno. Il margine sulle Ancillary Facilities verrà determinato bilateralmente fra le parti unitamente alle altre condizioni di utilizzo.</p> <p>A decorrere dal 30/06/2019, applicazione della <i>Margin Ratchet</i> nei termini di seguito indicati, da determinarsi in base al rapporto PFN/EBITDA rilevato annualmente come da <i>compliance certificate</i> relativo al bilancio consolidato dell'esercizio precedente:</p> <table border="1" data-bbox="533 1288 1390 1626"> <thead> <tr> <th>Leverage Ratio ("R")</th> <th>Variazione applicabile al Margine relativo a ciascuna Linea di Credito</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td><math>R &lt; 2,0x</math></td> <td>- 0,50% per anno</td> </tr> <tr> <td><math>2,25x &gt; R \geq 2,0x</math></td> <td>- 0,25% per anno</td> </tr> <tr> <td><math>2,75x &gt; R \geq 2,25x</math></td> <td>nessuna variazione</td> </tr> <tr> <td><math>R \geq 2,75x</math></td> <td>+ 0,25% per anno</td> </tr> </tbody> </table>	Leverage Ratio ("R")	Variazione applicabile al Margine relativo a ciascuna Linea di Credito	$R < 2,0x$	- 0,50% per anno	$2,25x > R \geq 2,0x$	- 0,25% per anno	$2,75x > R \geq 2,25x$	nessuna variazione	$R \geq 2,75x$	+ 0,25% per anno
Leverage Ratio ("R")	Variazione applicabile al Margine relativo a ciascuna Linea di Credito										
$R < 2,0x$	- 0,50% per anno										
$2,25x > R \geq 2,0x$	- 0,25% per anno										
$2,75x > R \geq 2,25x$	nessuna variazione										
$R \geq 2,75x$	+ 0,25% per anno										
<b>Utilisation Fees</b>	<p><u>Linea Term Loan</u>: non applicabile</p> <p><u>Linea RCF (ad esclusione degli utilizzi come Ancillary Facilities)</u>:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• [25] bps per utilizzi fino al 33% (escluso)</li> <li>• [50] bps per utilizzi compresi tra il 33% (incluso) e il 66% (escluso)</li> <li>• [75] bps per utilizzi superiori al 66%</li> </ul>										

<b>Commissione di mancato utilizzo</b>	<p><u>Linea Term Loan</u>: non applicabile</p> <p><u>Linea RCF</u>: 35% del Margine base applicabile, da corrispondere sulla parte disponibile e non utilizzata direttamente per cassa o tramite distacco di Ancillary Facilities. La commissione in discorso verrà applicata anche alle Ancillary Facilities con costi da determinarsi su basi bilaterali in sede di distacco</p>
<b>Periodo di Interessi</b>	<p><u>Linea Term Loan</u>: Semestrale</p> <p><u>Linea RCF</u>: 1, 3 o 6 mesi a scelta dei Beneficiari</p>
<b>Tasso di Interesse</b>	<p><u>Linea Term Loan</u>: Euribor corrispondente alla durata del Periodo di Interessi, maggiorato del Margine, fermo restando che:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• fino ad esecuzione delle Operazioni di Copertura come di seguito definite, l'Euribor non potrà essere inferiore a zero</li> <li>• successivamente all'esecuzione delle Operazioni di Copertura come di seguito definite, la somma di Euribor + Margine non potrà essere inferiore a zero</li> </ul> <p><u>Linea RCF</u>: Euribor corrispondente alla durata del Periodo di Interessi, maggiorato del Margine, fermo restando che l'Euribor non potrà essere inferiore a zero</p>
<b>Interessi di mora</b>	<p>Pari al Tasso di Interesse maggiorato di x00 bps</p>
<b>Garanzie</b>	<p>Il Finanziamento sarà assistito da un Security Package in linea con quello che assiste il Finanziamento in Essere, ed in particolare da:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Garanzia autonoma a prima richiesta con esclusione del beneficio di preventiva escussione, rilasciata da XXX S.p.A. (il "<b>Garante</b>") per un importo pari, tempo per tempo, al 130% della somma di (i) Linea Term Loan YYY e (ii) Quota Massima RCF YYY (inclusi gli importi staccati come Ancillary Facilities)</li> <li>• Ipoteca di primo grado sugli Immobili dei Beneficiari (esclusi gli importi staccati come Ancillary Facilities)</li> <li>• Privilegio speciale sui beni di proprietà dei Beneficiari (esclusi gli importi staccati come Ancillary Facilities)</li> <li>• Pegno sui saldi di conto corrente autenticati a garanzia delle obbligazioni derivanti dal contratto di Finanziamento e dagli altri documenti finanziari (esclusi gli importi staccati come Ancillary Facilities)</li> </ul> <p>Le predette garanzie reali (ipoteca, pegno e privilegio) saranno costituite a garanzia delle sole obbligazioni del costituente (in linea con l'impostazione del Finanziamento in Essere).</p>
<b>Rimborso anticipato volontario</b>	<p>Consentito, salvo applicazione dei <i>breakage costs</i>, se effettuato non in coincidenza con un Periodo di Interessi</p>
<b>Rimborso anticipato obbligatorio integrale</b>	<p>Standard per questa tipologia di operazione (e ove applicabile in linea con il contratto che regola il Finanziamento in Essere) tra cui:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Cambio di Controllo</li> <li>• Contrarietà a norme imperative</li> </ul>

**Rimborso anticipato obbligatorio parziale**

Standard per questa tipologia di operazioni, con soglie di rilevanza da definirsi (e ove applicabile in linea con il contratto che regola il Finanziamento in Essere), tra cui:

- Operazioni di Equity Capital Market
- Cessione di *asset*
- Il 40% delle Eccedenze di Cassa (c.d. «Cash Sweep»), solo nell'ipotesi in cui il Leverage Ratio risulti superiore a 2,00x

Gli importi oggetto di rimborso anticipato andranno imputati prioritariamente sulla Linea Term Loan in ordine cronologico inverso sulle rate previste nel piano di ammortamento.

**Impegni Finanziari**

Per tutta la durata del Finanziamento, dovranno essere rispettati i seguenti parametri (i «Parametri Finanziari»):

- Leverage Ratio = PFN/EBITDA come riportato nella seguente tabella, da calcolarsi annualmente sulla base del bilancio consolidato del Garante

<b>Parametro</b>	<b>Dic-18</b>	<b>Dic-19</b>	<b>Dic-20</b>	<b>Sino a Scadenza</b>
Leverage Ratio ≤	3,25x	3,00x	2,75x	2,50x

- Debt Equity Ratio = PFN/PN ≤ 1.5x, da calcolarsi annualmente sulla base del bilancio consolidato del Garante
- Livello massimo di PFN consolidata semestrale come riportato nella seguente tabella, da calcolarsi al 30 giugno di ogni anno

<b>Parametro</b>	<b>Giu-19</b>	<b>Giu-20</b>	<b>Giu-21</b>	<b>Giu-22</b>	<b>Sino a Scadenza</b>
PFN massima ≤	Eur ....mn	Eur ...0mn	Eur ...mn	Eur ...mn	Eur ...mn

**Impegni non finanziari**

Standard per operazioni della specie (con limitazioni e soglie da definire e ove applicabile in linea con il contratto che regola il Finanziamento in Essere), riferite ai Beneficiari e/o alle altre società del gruppo rilevanti salvo diversamente specificato, incluso a titolo esemplificativo e non esaustivo:

- *Negative pledge*
- *Pari passu*
- Divieto di assumere ulteriore indebitamento finanziario a medio lungo termine per importi superiori Eur 50.000.000,00 (cinquanta milioni/00) a livello cumulato lungo tutta la durata del Finanziamento; ulteriori forme di indebitamento finanziario consentito in linea con il Finanziamento in Essere;
- Divieto di dismissione di attività per importi superiori a Euro 100.000.000,00 (cento milioni/00) a livello cumulato lungo tutta la durata del Finanziamento
- Subordinazione e postergazione dei finanziamenti soci
- Clean down Linea RCF sulla parte non utilizzata tramite distacco di Ancillary Facilities
- Mantenimento del distacco in Ancillary Facilities del commitment sub Linea RCF per un importo minimo di Euro [40.000.000,00 (quaranta milioni/00)]

	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Divieto di effettuare distribuzioni (sotto qualsivoglia forma) a favore dei soci di XXX per importi superiori al 30% dell'utile di esercizio, e in ogni caso per un importo massimo complessivo cumulato per la durata del Finanziamento non superiore a Euro 25.000.000,00 (venticinque milioni/00)</li> <li>• Obblighi informativi (consegna bilancio, relazioni infrannuali, <i>budget</i>, <i>business plan</i> ecc.) e di certificazione del bilancio</li> </ul>
<b>Dichiarazioni e Garanzie</b>	Standard per operazioni della specie (con limitazioni e soglie da definire e ove applicabile in linea con il contratto che regola il Finanziamento in Essere), riferite ai Beneficiari e/o alle altre società del gruppo rilevanti salvo diversamente specificato
<b>Strategia di Hedging</b>	Impegno dei Beneficiari a sottoscrivere entro [30] giorni dalla data di erogazione della Linea Term Loan, uno o più contratti relativi a strumenti finanziari derivati, finalizzati a fissare o limitare la spesa per interessi sul finanziamento (di seguito le “ <b>Operazioni di Copertura</b> ”). Le Operazioni di Copertura dovranno avere un ammontare nozionale complessivamente non inferiore al 70% dell'importo <i>outstanding</i> della Linea Term Loan sino alla scadenza. <i>Right to match</i> relativo alla stipula delle Operazioni di Copertura in favore degli MLAs. Le parti s'impegnano in buona fede a negoziare un documento, la “ <b>Strategia di Hedging</b> ”, che sarà parte della Documentazione Finanziaria e che fisserà i termini e le condizioni della strategia che la Società potrà adottare in accordo con gli MLAs
<b>Condizioni sospensive alla erogazione</b>	Standard per questa tipologia di operazioni tra cui: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Sottoscrizione del contratto di Finanziamento</li> <li>• Sottoscrizione delle Garanzie</li> <li>• Assenza di eventi sostanzialmente pregiudizievoli / di default</li> <li>• Consegna del bilancio consolidato Holding S.p.A. e dei Beneficiari al 31.12.2017</li> <li>• Acquisizione di perizia estimativa<sup>29</sup> redatta da perito di gradimento delle Banche Finanziatrici</li> <li>• Completamento, nello stesso contesto dell'erogazione delle Linea Term Loan e del rifinanziamento, del conferimento di YYY in XXX, come previsto dal documento “Progetto di riorganizzazione del Gruppo Holding” redatto da Pippo &amp; Pluto e Paperino &amp; Paperone</li> <li>• Conferma di affidamenti a breve termine concessi da altri istituti finanziari (diversi dalle Banche Finanziatrici e società appartenenti agli stessi gruppi bancari) per un importo complessivo non inferiore a Euro [30.000.000,00 (trenta milioni/00)]</li> <li>• Richiesta di distacco in Ancillary Facilities del commitment sub Linea RCF per un importo minimo di Euro [40.000.000,00 (quaranta milioni/00)].</li> <li>• evidenza dell'avvenuto rimborso/cancellazione integrale del Finanziamento in Essere (ovvero evidenza che tale rimborso avverrà comunque con i proventi derivanti dall'utilizzo del Finanziamento)</li> </ul>

<sup>29</sup> Di nuova redazione per eventuali nuovi immobili; aggiornamento per immobili già a garanzia del Finanziamento in Essere.

<b>Eventi Rilevanti</b>	<p>Standard per operazioni della specie (con limitazioni e soglie da definire, e ove applicabile in linea con il contratto che regola il Finanziamento in Essere), a livello dei Beneficiari, del Garante e/o di altre società rilevanti del Gruppo, ivi inclusi:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Mancato pagamento</li> <li>• <i>Cross-default</i></li> <li>• Insolvenza</li> <li>• Evento sostanzialmente pregiudizievole</li> <li>• Mancato rispetto di impegni finanziari e non</li> <li>• Mancata conferma di affidamenti a breve termine, incluso operazioni di <i>factor</i>, concessi da altri istituti finanziari (diversi dalle Banche Finanziatrici e società appartenenti agli stessi gruppi bancari) per un importo complessivo non inferiore a Euro [30.000.000,00 (trenta milioni/00)]</li> </ul>
<b>Cessioni e trasferimenti</b>	<p>Le Banche Finanziatrici potranno liberamente cedere e/o trasferire i propri crediti e i diritti derivanti dal Finanziamento senza alcuna limitazione o senza obbligo di preventiva comunicazione o ottenimento di autorizzazione da parte del Beneficiario, nel caso in cui il cessionario sia nella c.d. <i>White List</i> (come da contratto relativo al Finanziamento in Essere). Non sarà consentito al Beneficiario cedere o trasferire i propri diritti ed obblighi derivanti dal contratto</p>
<b>Spese</b>	<p>Tutti i costi e le spese per l'organizzazione del Finanziamento, incluse - ma non limitate a - le spese notarili, legali, per la sindacazione, peritali e fiscali - saranno interamente a carico dei Beneficiari, anche in caso di mancato perfezionamento dell'operazione</p>
<b>Legge</b>	<p>Legge italiana</p>
<b>Definizioni</b>	<p>Le definizioni di <b>“EBITDA”</b>, <b>“Eccedenze di Cassa”</b>, <b>“Free Cashflow”</b>, <b>“PFN”</b>, <b>“PN”</b>, <b>“Servizio del Debito”</b> saranno in linea con quelle contenute nel contratto relativo al Finanziamento in Essere.</p>

## **RINGRAZIAMENTI:**

*Arrivata al termine di questo mio percorso universitario ringrazio tutti coloro che mi sono stati accanto in questi anni. Ringrazio i docenti, le aziende e le banche che mi hanno aiutato nella stesura di questo elaborato, fornendomi i materiali su cui lavorare e spiegandomi con pazienza i vari temi. Ringrazio Milano e la magnifica esperienza che mi ha regalato e che mi ha fatto toccare con mano il mio sogno. È importante credere sempre in se stessi e non mollare mai, ma con una squadra al seguito aumentano le possibilità di vittoria. Ringrazio infinitamente mia nonna Caterina, che fino a 95 anni mi ha trasmesso la sua forza e mi ha insegnato a non arrendermi mai. Ringrazio mia mamma, mio pilastro di vita, che ha saputo sempre sostenermi e supportarmi, non mancando mai di esporre le sue opinioni, anche se a volte in contrasto con le mie, lei da stabilità al mio tronco. Ringrazio mia sorella e i miei nipoti, il loro sorriso è immenso e mi insegnano ogni giorno ad apprezzare la semplicità delle cose. In questi anni ho capito l'importanza dell'amicizia, ringrazio infinitamente tutti i miei amici che a volte si sono rivelati più di una famiglia. La mia squadra è stata essenziale nel mio percorso, mi ha sostenuta e aiutata sempre. Ringrazio tutti coloro che hanno avuto fiducia nelle mie capacità e nella mia persona, che mi hanno aiutata a vedere sempre il lato positivo. In questo percorso ho capito che non esiste una vita perfetta, ma esiste il lottare per i propri sogni e per i propri desideri, il lottare contro quella voce nella testa che ti dice che non ce la farai. Questa voce è stata la mia peggior nemica, ma anche la mia più grade alleata. Se non fosse stato per lei non avrei raggiunto questi traguardi e non sarei la persona che sono ora; la persona che spero renda orgogliosi i miei genitori ed i miei amici. Nella vita credo sia più importante il viaggio della meta, ringrazio tutti i miei compagni di viaggio, le persone che mi hanno dato la possibilità di realizzare i miei obiettivi. Grazie a chi c'è sempre stato, a chi ha sopportato i miei difetti, a chi si è arrabbiato con me e mi ha fatto capire quando stavo sbagliando.*

*Se sono arrivata fin qui è grazie a me e a voi, e ve ne sarò sempre infinitamente grata.*

*Per aspera ad astra.*