La finanza strutturata come motore dello sviluppo economico

La finanza strutturata è un fenomeno dalle dimensioni molto elevate e caratterizzato da un notevole grado di complessità, che proprio per questo necessita di regole di trasparenza e informazione equilibrate e rispettate. Per le banche che vogliono competere in tale settore, sono necessarie economie di scala importanti e un grado di internazionalità molto elevato, che a sua volta consente osmosi di esperienze e professionalità in ambiti che sono per definizione globali.

Francesco Caputo Nassetti
Deutsche Bank

1 Definizione di finanza strutturata

L'idea di scrivere un articolo sulla finanza strutturata intesa come motore dello sviluppo economico nasce dalla sentita esigenza di fare i necessari distinguo tra termini che sono stati recentemente usati quasi come sinonimi dalla stampa.

Si è fatta confusione, infatti, tra finanza creativa, termine con una connotazione negativa, e finanza strutturata, che ha un significato ben diverso.

Cercherò di dare una definizione di finanza strutturata, di quantificare il fenomeno e di fare, in conclusione, alcune considerazioni.

Pur essendo abbastanza chiaro agli operatori del settore cosa si intende per finanza strutturata, il perimetro di tale concetto può non essere preciso. Non esiste, infatti, una definizione scientifica di finanza strutturata. Tenterò, pertanto, la ricostruzione utilizzando in prima battuta la definizione fornita dalla Banca dei Regolamenti Internazionali, la banca centrale delle banche centrali.

Per esposizione corporate, secondo la Banca dei Regolamenti Internazionali, si deve intendere quell'esposizione la cui fonte di pagamento è basata primariamente sulla attività corrente del debitore, piuttosto che sul flusso di cassa di un progetto. In tale contesto le garanzie reali (pegno e ipoteca) svolgono il ruolo di fattori mitiganti e di fonte secondaria di pagamento. Un prestito è, quindi, corporate se rientra in tale definizione.

Per esposizione specializzata (o strutturata), si deve intendere quell'esposizione che mostra le seguenti caratteristiche:

- lo scopo del prestito è di acquisire o finanziare un asset, cioè un bene;
- il flusso di cassa generato dal bene è la sola o quasi esclusiva fonte di rimborso;
- il prestito rappresenta una passività significativa della struttura patrimoniale del debitore;
- il principale fattore determinante del rischio creditizio è la variabilità del flusso di cassa generato dal bene, piuttosto che la capacità di una più ampia impresa commerciale.

Alla luce di queste caratteristiche la Banca dei Regolamenti Internazionali ha individuato quattro categorie di esposizioni: project finance; real estate finance; asset based finance; commodity finance.

Nel project financing il prestatore guarda al progetto sia come fonte di rimborso che come garanzia del prestito. In genere si utilizza per finanziare centrali di energia, impianti chimici, miniere, infrastrutture nei trasporti, progetti nel settore dei media, delle telecomunicazioni, ecc. In queste operazioni il prestatore è pagato solamente o quasi esclusivamente dal flusso di cassa generato dai contratti di vendita

dei beni o servizi prodotti dal progetto. Il prestatario è di norma rappresentato da una società veicolo creata appositamente per l'operazione. Per chiarire è utile un esempio: una banca finanzia una società veicolo che costruisce e gestisce un progetto. La durata del contratto di vendita dei beni prodotti è superiore o uguale alla durata del prestito e prevede la clausola take or pay, cioè il compratore è obbligato a pagare anche se non gli servono i beni e, in caso di estinzione anticipata, è dovuto un compenso pari almeno al residuo debito. In tal caso non si tratta di project finance.

La seconda categoria di prestiti specializzati riguarda il settore immobiliare. La categoria si riferisce a quella metodologia di finanziamento della costruzione o acquisizione di immobili che producono un reddito (uffici, residenze, spazi commerciali, hotel). Il pagamento del prestito dipende principalmente dal flusso di cassa generato dal bene (i canoni di locazione o i proventi della vendita dei cespiti). Per distinguere le operazioni immobiliari di prestiti specializzati da quelle corporate (prestiti a società immobiliari o di costruzioni) la Banca dei Regolamenti Internazionali evidenzia che nelle prime deve esistere una positiva correlazione tra le prospettive di ripagamento del prestito e le prospettive di recupero in caso di insolvenza, dove entrambe dipendono principalmente dal flusso di cassa generato dal bene. Ad esempio, una banca finanzia una società industriale per la costruzione di un complesso di uffici che verrà occupato dalla stessa. Il cespite viene ipotecato a favore della banca. Questa è un'esposizione corporate. Un altro esempio, una banca finanzia una società veicolo per costruire o acquistare un cespite che viene affittato a una società corporate con un contratto la cui durata copre quella del prestito e il cui flusso di cassa consente il ripagamento del prestito. Inoltre, detto contratto contiene la clausola in caso di estinzione anticipata, il conduttore deve pagare un'indennità sufficiente di fatto a estinguere il prestito. Anche in questo caso si tratterà di una esposizione corporate. Se, invece, il contratto di locazione può essere estinto anticipatamente senza tale indennità oppure se il flusso di cassa del contratto, anche non cancellabile, non è sufficiente a estinguere il finanziamento, avremo una esposizione di prestiti specializzati.

Per asset base finance si intende il finanziamento di navi, aeromobili, satelliti, treni e flotte il cui ripagamento dipende dai flussi di cassa che vengono generati dall'uso del bene. Ad esempio, una società di voli charter di nuova costituzione prende in locazione da una società veicolo un aeromobile finanziato da una banca. Il prestito è strutturato in maniera tale che in caso di inadempimento la banca può riprendere immediatamente l'aereo e collocarlo sul mercato. Questo prestito viene considerato di prestiti specializzati, in quanto la decisione creditizia si basa largamente sulla abilità di ricollocare il bene sul mercato in caso di inadempienza del conduttore. Al contrario se l'aereo è dato in locazione dalla società veicolo a una consolidata compagnia di bandiera per un periodo superiore alla durata del prestito, con un canone sufficiente a estinguere il prestito e con clausola di indennizzo pari al residuo debito in caso di estinzione anticipata, in questo caso si tratta di esposizione corporate. Se, peraltro, la locazione potesse essere risolta anticipatamente senza indennizzi o nel caso in cui i canoni non fossero sufficienti a estinguere il prestito, si tratterebbe di un prestito di prestiti specializzati.

L'ultima categoria di prestiti specializzati è quella al commodity finance, cioè quelle esposizioni, generalmente a breve termine, derivanti dal finanziamento di riserve, magazzini o merci quali petrolio, metalli, cereali, ecc. il cui ripagamento deriva dai proventi della vendita dei beni e il debitore non ha una capacità indipendente di pagamento.

La Banca dei Regolamenti Internazionali completa la definizione di prestiti specializzati comprendendo altre ipotesi, forse meno comuni e per questo motivo le cito soltanto senza soffermarmi oltre, quali, ad esempio, quei prestiti basati quasi esclusivamente sulla liquidazione di credito o altri beni, che nel caso di società in difficoltà sono noti con il termine debtor in possession o Dip facility.

La definizione di finanza strutturata non si ferma a quella di prestiti specializzati, ma comprende anche un altro settore le cui dimensioni superano quelle dei prestiti specializzati. Mi riferisco al settore dei contratti derivati finanziari sui tassi di interesse (swap, fra, futures, cap, floor, opzioni, ecc.), i derivati sui cambi, i derivati di credito, i derivati sulle materie pri-

me, i derivati sul tempo (derivati metereologi, weather derivatives). Non mi soffermo sulla descrizione dei singoli prodotti in quanto esula dai limiti dell'indagine che qui ci proponiamo. Mi basta dire che si tratta principalmente di contratti che rientrano, salvo qualche rara eccezione, nella definizione di strumenti finanziari del nuovo Testo Unico della finanza.

I volumi di questo mercato sono impressionanti se si considera che il primo interest rate swap è stato concluso nel 1981 tra la Banca Mondiale e la Ibm e il primo financial future nacque nel 1970 a Chicago.

Nella definizione di finanza strutturata è necessario aggiungere un terzo settore, che, a differenza dei primi due – prestiti specializzati e derivati finanziari – non rappresenta un prodotto in sé e per sé, ma piuttosto una tecnica finanziaria attraverso la quale si crea un prodotto finanziario nuovo e diverso dalla materia prima sottostante. Mi riferisco alla tecnica della cartolarizzazione, attraverso la quale qualsiasi tipologia di prestiti e di crediti può essere trasformata in nuovi titoli obbligazionari. Sebbene le principali cartolarizzazioni riguardino i mutui ipotecari, i prestiti al consumo e le carte di credito, è stato cartolarizzato di tutto: dai crediti aeronautici, ai crediti verso governi di paesi insolventi, dai vini al parmigiano.

Senza questa tecnica non disporremmo, ad esempio, della carta di credito in quanto il mercato del debito bancario non sarebbe sufficiente a finanziare il volume di crediti generato dalle carte di credito.

Per completare la definizione di finanza strutturata cito, senza necessità di particolari spiegazioni, il settore dell'acquisition financing, venture o seed capital.

2 Considerazioni sulla definizione

Alla luce del ricostruito perimetro della finanza strutturata desidero fare due considerazioni.

La prima riguarda quello che a mio avviso è un fattore comune a tutte le fattispecie descritte: la complessità. La complessità non è un male, ma un semplice dato di fatto, che fa sì che questo business sia un business di qualità, di cervello, di specializzazione. Ogni investitore che vuole migliorare il rendimento del suo portafoglio, sia esso una banca, un'assicurazione, un fondo comune, pensione o un singolo risparmiatore, ha due principali opzioni: o sale nella curva del credito, cioè prende più rischi, oppure, meno intuitivamente, senza fare compromessi sulla qualità del credito che intende accettare, sale su un'altra curva, quella della complessità strutturale. Faccio un esempio: se compro un titolo azionario della Ford, che ha un rating di BBB, a cinque anni mi rende l'1% di margine. Se compro un titolo azionario che rappresenta la parte mezzanina o subordinata di un portafoglio di crediti derivanti dall'uso di carte di credito, che ha la stessa durata e stesso rating BBB, mi rende un margine di 1,5%. Perché pur avendo la stessa durata e rischiosità rendono diversamente? La risposta sta nel fatto che per decidere se acquistare il titolo azionario della Ford, conoscendone il rischio, ci metto poco tempo basandomi sul rapporto rischio rendimento. Nell'altro caso, invece, per capire il rischio che vado ad acquistare devo leggere e capire un prospetto informativo di 200 pagine che spiega i rischi e la struttura dell'emissione. Per fare ciò in maniera esaustiva è necessaria una certa professionalità. Il rendimento maggiore è il cosiddetto premio della complessità.

La seconda considerazione che emerge dalla definizione di finanza strutturata è che poter far uso di finanziamenti strutturati senza ricorso al debitore, sia esso un corporate o un ente pubblico o altro, significa poter crescere senza violare i limiti che vengono imposti dalla regolamentazione o dal mercato in termini di penalizzazione del profilo creditizio. Pensiamo al settore pubblico in particolare. Il fenomeno è noto: a causa dei limiti imposti dal trattato di Maastricht il settore pubblico non può indebitarsi oltre certi livelli. Si pensi che secondo uno studio di Abn Amro Bank[1] il debito pubblico in certi paesi occidentali potrebbe salire solo per la spesa pensionistica oltre al 200% del Pil entro il 2050 rispetto al limite del 60% stabilito dal trattato. La finanza strutturata rappresenta l'unica vera soluzione, peraltro ampiamente utilizzata da tempo da diversi governi e più recentemente da quello italiano. Come è pensabile di fare opere infrastrutturali per oltre 200 miliardi di euro se non con la finanza strutturata?

1 *Desire to retire. The European Pensions Problem*, Copenhagen 2003, p. 19 ss

3 La finanza strutturata è un fenomeno nuovo?

La domanda da porsi ora è se la finanza strutturata rappresenta un fenomeno nuovo. La risposta è sicuramente negativa, in quanto, contratti derivati finanziari a parte, con la finanza strutturata si sono costruite ferrovie due secoli fa e le prime cartolarizzazioni risalgono agli anni immediatamente successivi alla grande depressione del secolo scorso.

Se il fenomeno non è nuovo per la sua essenza, lo è però per le dimensioni che ha acquisito negli ultimi lustri (grafici 1 e 2, tavola 3 e grafico 4).

Tali dimensioni hanno portato la finanza strutturata anche a invadere direttamente e indirettamente il mercato retail. Oggi se non ci fosse la finanza strutturata il risparmiatore potrebbe solo scegliere tra titoli governativi e titoli corporate. Non potremmo fare uso della carta di credito che tutti noi abbiamo.

Quando fenomeni e meccanismi molto complessi – e la complessità è una caratteristica della finanza strutturata – diventano di uso diffuso si creano situazioni di incertezza sul loro merito. Ed è, quindi, necessario il verificarsi di interventi istituzionali, politici, accademici miranti a chiarire i benefici e a puntualizzare le istruzioni per l'uso. Ciò è puntualmente

Grafico 1

Contratti derivati trattati sui mercati regolarmentati

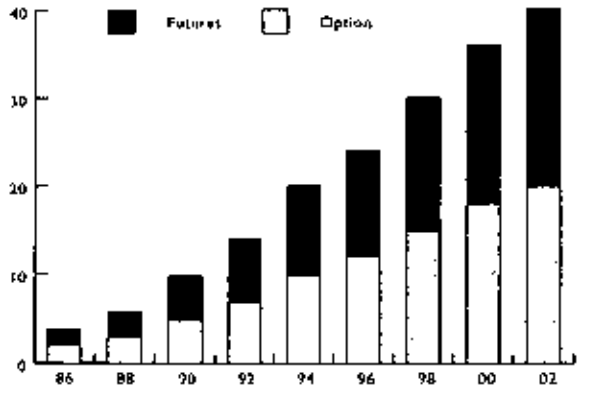


Grafico 2

Credit derivatives

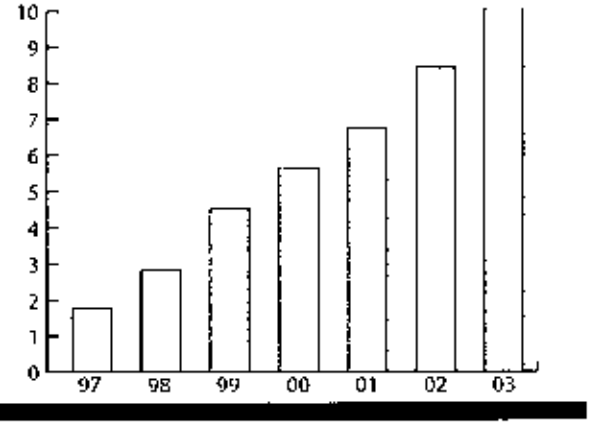


Tavola 3

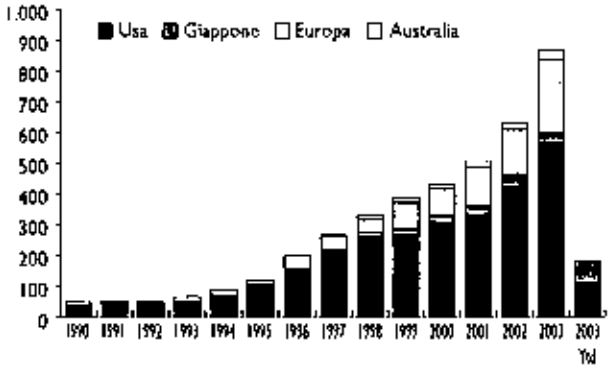
Contratti derivati sulle materie prime e contratti derivati metereologici

	Exchange	2002 volume (contracts)	2003 volume (contracts)	2003 Turnover Mld $
Crude Oil (Wti)	Nymex	45.679.468	45.436.931	1.409
Naturals Gas	Nymex	24.357.792	19.037.118	1.045
Aluminium	Lme	22.330.491	26.953.102	963
Copper	Lme	16.579.090	19.437.740	870
Crude Oil (Brent)	Ipe	21.493.486	24.012.969	684
Gold	Comex	9.018.183	12.235.689	446
Unleaded Regular Gas	Nymex	10.979.736	11.172.050	424
Gasoil	Ipe	8.156.358	8.429.981	211
Silver	Comex	3.135.564	4.111.190	101
Weather	Cme	7.914	11.700	4

Turnover in major energy futures 3.772 Mld$
Turnover in major metals futures 2.490 Mld$

Grafico 4

Volumi di emissioni di cartolarizzazione (1990-2004 Ytd)



accaduto in passato, ad esempio, in merito ai derivati finanziari, con interventi e giudizi storici da parte di Greenspan e di altri governatori di banche centrali che ne hanno sentenziato l'utilità sociale proprio all'indomani di vicende difficili o di crisi di mercato. Qualcuno potrà ricordare i tempi in cui alcuni sostenevano che la crisi valutaria dei mercati asiatici o alcune crisi di borsa furono amplificate dai contratti derivati. Proprio per tacitare questi dubbi intervennero i governatori centrali, gli accademici e i politici a sentenziarne la innocenza e la meritevolezza.

La risposta alla complessità si trova in regole di trasparenza e informazione equilibrate e rispettate. La finanza strutturata non va scoraggiata per colpa di alcuni fenomeni patologici e fraudolenti che hanno colpito il risparmiatore. Chi opera nel settore finanziario sta vivendo momenti difficili a causa invece di atteggiamenti da restaurazione o da inquisizione in base ai quali non viene autorizzato anche ciò che è lecito.

4 La finanza strutturata quale fenomeno internazionale e ruolo delle banche italiane

Che il fenomeno della finanza strutturata sia un fenomeno internazionale sembra fuori dubbio, fosse solo per le sue origini anglosassoni e americane.

L'aspetto rilevante è piuttosto il dominio nel settore delle banche di investimento e tra queste di quelle americane. Secondo divetsi commentatori ciò rappresenta nel lungo termine un pericolo per l'Europa, forse non ancora percepito anche a livello politico.

Vediamo di spiegare meglio questo concetto: le prime 5 banche americane capitalizzano circa 653 miliardi (in media 130 miliardi ciascuna) contro i 369 (che diventano 274 senza Hsbc media 55) delle prime 5 banche europee. Vediamo le quote di mercato controllato dalle prime tre e cinque banche americane, europee e giapponesi. Guardiamo al grado di efficienza dei sistemi bancari in esame (tavole 5 e 6).

Data l'internazionalità del fenomeno della finanza strutturata, sono necessarie economie di scala importanti e un grado di internazionalità della banca che vuole competere molto elevato. Dall'analisi della pubblicazione di Mediobanca[2] emerge un fenomeno interessante: nel periodo 96-2002 le principali banche europee sono diventate più internazionali: basti citare che la forza lavoro estera è salita dal 26 al 46%. Unica eccezione a tale trend riguarda le banche italiane che hanno implementato al contrario una strategia di ritiro dai mercati internazionali (si pensi alla riduzione della rete estera della Bnl, alla scomparsa della Comit).

Le principali strategie sono state di concentrazione nel settore retail domestico.

Salvo encomiabili eccezioni, la finanza strutturata italiana è dominata dagli stranieri e sembra che le banche italiane abbiano gettato la spugna. Perché? Eppure il top management del sistema bancario è stato in buona parte rinnovato con giovani che dovrebbero apprezzarne il valore strategico. Alcuni osservatori ritengono che forse il problema sta un gradino oltre: nei consigli di amministrazione, negli assetti societari: il nostro sistema bancario mostra, infatti, una situazione del tutto particolare: l'azionista di maggioranza relativa delle prime cinque banche italiane (e della settima), fatti salvi due casi nei quali sono le fondazioni destinate peraltro a scemare di potere di controllo, è un'istituzione finanziaria straniera. Una situazione simile non è riscontrabile in nessuna delle economie occidentali con le quali l'Italia vuole competere. Anzi la si trova nei paesi emergenti. Ed il tutto è accaduto in meno di un decennio. Perdere la sovranità nazionale dell'azionariato del sistema bancario priva un'economia dell'autonomia finanziaria com-

Tavola 5

Grado di concentrazione dei sistemi bancari (2002)

	Usa	Giappone	Europa
Prime 3 banche	>50%	>52%	14%
Prime 5 banche	65%	75%	23%
(ex % 1998)	(55%)	(44%)	(22%)

FONTE: DATI CUMULATIVI DELLE PRINCIPALI BANCHE INTERNAZIONALI

Tavola 6

Grado di efficienza dei sistemi bancari (2002)

	Usa	Europa
Ricavi per dipendente '98-02	+40%	+16%
Utile netto come % dei ricavi	21%	11%
Roe	17,9%	8%
Crediti dubbi in % mezzi propri	12%	12,4%

FONTE: DATI CUMULATIVI DELLE PRINCIPALI BANCHE INTERNAZIONALI

2 Mediobanca, *Dati cumulativi delle principali banche internazionali*, edic. 2004.

promettendone le prospettive e la competitività. Per quale motivo, infatti, dicono gli osservatori, un azionista straniero di una banca italiana dovrebbe supportare la sua crescita internazionale quando può offrire la propria rete? Per quale motivo dovrebbe supportare la crescita di un'attività di finanza strutturata, quando può offrire le proprie capacità nel settore? Agli azionisti stranieri si affiancano poi in diversi casi le fondazioni, ancora molto vicine alla gestione della banca determinandone le strategie. Quale è l'orizzonte geografico delle fondazioni bancarie? Il mondo, l'Europa, l'Italia? No: la regione, se non la provincia! Fintanto che la gestione delle banche mantiene una commistione con gli interessi localistici di alcuni soci e fintanto che il controllo straniero delle stesse persiste, sembra difficile poter concepire la crescita delle banche italiane in questo settore, che richiede internazionalità, che a sua volta consente osmosi di esperienze e professionalità in settori che sono per definizione globali. Non è un caso che le uniche banche italiane ad aver fatto capolino in questo mondo sono state Mediobanca e la Comit, che hanno sempre goduto di un notevole grado di indipendenza rispetto ai relativi azionisti.

Ecco allora che l'Italia si presenta come esportatore di cervelli prestati alle banche di investimento straniere. Di conseguenza siamo esportatori netti di miliardi di commissioni che potrebbero rimanere in Italia, una grande torta di cui le banche italiane mangiano le briciole.

E pensare che al Paese non mancherebbe la materia prima: la finanza strutturata è fatta di cervelli, professionalità e qualità. Le banche di investimento straniere – che spesso non hanno una forte stabile organizzazione in Italia, operando di norma da Londra – sono piene di italiani anche ai vertici. Tali connazionali non solo dominano il mercato domestico, ma operano con successo in diversi mercati e hanno raggiunto responsabilità che comprendono business globali. Sembra che, pur potendo esprimere tra i migliori professionisti del settore, l'Italia non sia in grado di organizzare a livello di impresa tali attività e non riesca a implementare un modello organizzativo di sperimentato successo. ■