



# Stretta creditizia e nuova finanza per le cooperative

Bologna, 3 Ottobre 2013

Mauro Gori  
Resp. economico-finanziario Legacoop

# Il credito alle imprese

2

Il credito si sta contraendo a ritmi sostanzialmente stabili e relativamente elevati.

Le banche italiane, al pari di quelle europee, debbono riqualificare/ridurre i propri attivi a fronte dell'incremento delle sofferenze ed alle modalità del funding.

La riduzione significativa dei finanziamenti alle imprese da parte degli istituti di credito va quindi considerata come un fenomeno strutturale e tale da generare implicazioni profonde per tutte le aziende, comprese quelle cooperative.

Le conseguenze sono e, soprattutto, saranno:

- Minore disponibilità di credito per le imprese con un rating medio;
- Minore disponibilità di credito per i finanziamenti a medio - lungo termine.

L'evoluzione in atto del mercato del credito va verso una crescente disintermediazione del sistema bancario e ad una ridefinizione del ruolo della banca quale attore principale del rapporto creditizio.

# Le imprese verso il credito

3

Le imprese, nella attuale congiuntura, sono fortemente indebitate ed il loro debito è concentrato presso le banche. Solo poche hanno provveduto a diversificare le fonti della loro provvista.

Le imprese dovranno accrescere le quote di patrimonio netto rispetto al totale del passivo e destinare una parte consistente degli utili a riserva ed attrarre investitori (capitale di rischio e di debito).

Al tradizionale fornitore di capitale (la banca) si stanno affiancando altri intermediari (assicurazioni, fondi di investimento, fondi previdenziali) interessati a diversificare gli impieghi. Questi potranno finanziare le cooperative solo se le cooperative saranno in grado di emettere titoli sottoscrivibili.

Le cooperative, a partire dal 1998, possono emettere obbligazioni. Ciò non è avvenuto, se non in forme sporadiche, per ragioni diverse, in primis la facilità di accesso a risorse interne ed a finanziamenti bancari.

# Perché non sono stati emessi Bond cooperativi

4

## 1. Procedure e costi relativi

La nuova normativa (vedi pag. 6) facilita l'emissione di obbligazioni. Si può comunque ipotizzare un servizio centrale che metta a punto le procedure e contratti i costi con partner e consulenti

## 2. Accesso ad un mercato in cui scambiare i titoli

Per accedere a tale mercato occorre disporre di un rating. Ciò comporta costi e richiede, per non essere penalizzati, che la società di rating conosca le imprese cooperative

## 3. Costo del rating

A parte le novità del DM 26/06/2012, il costo del rating può essere abbattuto con accordi da fare centralmente

## 4. Scarsa conoscenza della realtà cooperativa da parte delle società di rating

Questa affermazione è fondata se rapportata alle tre grandi società di rating. Oggi il mercato offre un panorama più vasto con soggetti focalizzati sulla realtà imprenditoriale locale. Si è potuto verificare come la capacità di comprensione delle performances cooperative, in quest'ultimo caso, sia elevata

# Perché non sono stati emessi Bond cooperativi

5

## **5. La governance cooperativa quale elemento che pesa negativamente nell'attribuzione del rating**

Questo dato ha pesato negativamente in precedenti occasioni. Si possono concordare percorsi che, senza intaccare i principi della governance cooperativa, risultino compatibili con l'approccio della società di rating. Nel caso di emissioni di titoli di debito il problema non si pone o si pone in misura molto limitata.

## **6. La dimensione dell'emissione**

Il taglio della singola emissione, anche per ridurre i costi unitari (consulenze e rating sono costi fissi) deve essere rilevante, escludendo così la platea delle medie e piccole cooperative. E' possibile verificare ipotesi come la costituzione di fondi chiusi che sottoscrivano emissioni di pmi.

# Il nuovo impianto normativo

6

Il Decreto Crescita (DL 83/2012), il Decreto Crescita 2.0 (DL 179/2012) e, successivamente, il Decreto del Fare (D.L. 69/2013) hanno aggiornato - sul piano ordinamentale e fiscale- la disciplina in materia di raccolta del capitale di debito da parte delle società non quotate delineando uno strumento di finanziamento, non eccessivamente complesso o oneroso, quale le cambiali finanziarie e le obbligazioni per le imprese non quotate.

La finalità è consentire alle “società italiane non quotate” l’emissione di strumenti di debito da destinarsi ai mercati domestici ed internazionali.

Le **cambiali finanziarie** sono titoli di credito all’ordine emessi in serie, sono assimilate ad ogni effetto di legge alle cambiali ordinarie e costituiscono titolo esecutivo. Di fatto sono equiparate alle obbligazioni, hanno scadenza compresa tra 1 e 36 mesi, sono esentate dall’obbligo di redazione del prospetto informativo, gli interessi sono interamente deducibili e godono dell’esenzione dall’applicazione della ritenuta sugli interessi, possono essere emesse da società di capitali, **nonché da società cooperative e mutue assicuratrici**, non aventi titoli rappresentativi del capitale negoziati in mercati regolamentati o non regolamentati. Non vi sono, quindi, restrizioni all’emissione legate alla dimensione dell’impresa.

Le obbligazioni possono essere emesse per un somma complessivamente anche eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall’ultimo bilancio approvato.

# Il quadro normativo di riferimento

7

L'emissione deve essere assistita, obbligatoriamente per le medie e piccole imprese (1), da uno **sponsor** (ossia una banca, un'impresa di investimento, una SGR, una società di gestione armonizzata, oppure una SICAV purché con succursale costituita in Italia).

Lo sponsor assiste l'emittente nella procedura di emissione dei titoli, lo classifica distinguendo almeno 5 categorie di merito creditizio e lo supporta nella fase di collocamento dei titoli stessi. Mantiene nel proprio portafoglio, fino alla naturale scadenza, una quota dei titoli emessi.

Questo principio è derogabile qualora l'emissione sia assistita, in misura non inferiore al 25 per cento del valore di emissione, da **garanzie** prestate da una banca o da un'impresa di investimento, ovvero da un consorzio di garanzia collettiva dei fidi per le cambiali emesse da società aderenti al consorzio.

L'emittente non quotato deve avere l'ultimo bilancio certificato da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili.

I mini bond devono essere emessi e girati esclusivamente in favore di **investitori professionali** che non siano, direttamente o indirettamente, soci della società emittente.

*(1) Le società diverse dalle medie e dalle piccole imprese, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, del 6 maggio 2003, possono rinunciare alla nomina dello sponsor.*

# Il quadro normativo di riferimento

L'articolo 32 del d.l. 83/2012 (commi da 19 a 26) contempla inoltre la possibilità per le società non quotate di emettere titoli obbligazionari che prevedano clausole di partecipazione agli utili di impresa e di subordinazione, purché presentino le seguenti caratteristiche:

1. la durata non può essere inferiore a trentasei mesi;
2. **la clausola di postergazione** deve prevedere il diritto al rimborso subordinatamente agli altri creditori della società, mantenendo la prelazione al rimborso soltanto rispetto agli azionisti. Le emissioni di obbligazioni subordinate rientrano tra le emissioni obbligazionarie e ne rispettano i limiti massimi fissati dalla legge;
3. **La clausola di partecipazione** regola la parte del corrispettivo spettante al portatore del titolo obbligazionario, commisurandola al risultato economico dell'impresa emittente.



# Regime fiscale per emittenti e sottoscrittori

Il comma 9 dell'art. 32 della legge 83/12 ha esteso il regime fiscale dei titoli obbligazionari disciplinato dal D. lgs. 239/96 anche alle società non quotate (quindi anche le cooperative) le cui obbligazioni e titoli simili siano negoziate nei mercati regolamentati <sup>(2)</sup>.

- Gli interessi passivi sono integralmente deducibili dal reddito d'impresa a condizione che i titoli siano detenuti da investitori istituzionali.
- La ritenuta del 20 per cento non si applica sugli interessi ed altri proventi delle obbligazioni, delle cambiali finanziarie e titoli simili, veicolate sui sistemi multilaterali di negoziazione.
- Le spese di emissione delle cambiali finanziarie, delle obbligazioni e dei titoli simili di cui all'articolo 1 del D.Lgs. n°239/96, primo comma, sono deducibili nell'esercizio in cui sono sostenute, indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio.
- Sono esenti da imposta di bollo (DPR 642/82) le sole cambiali finanziarie dematerializzate.

(2) *Borsa Italiana ha costituito uno specifico segmento (ExtraMotPro) in cui quotare i mini bond al fine di consentire il conseguimento dei benefici fiscali, così come richiesto dalla normativa. I costi di collocamento e di mantenimento (1.500 euro annui) sono modesti.*

# C'è un mercato dei mini bond?

10

I decreti crescita hanno eliminato molti vincoli di carattere civilistico all'emissione di mini bond ed obbligazioni ed hanno riformato il regime fiscale di riferimento, esentando l'applicazione della ritenuta sugli interessi e rendendo deducibili gli interessi corrisposti sui mini bond. Ad oggi, tuttavia, si registra una sola emissione, quella di un'azienda dell'indotto automobilistico torinese (Caar) per 3 milioni di euro, durata 5 anni, rendimento 6,5%.

*Perché un mercato dei mini bond tarda a strutturarsi?*

Al fine di valutare se l'emissione di mini bond (e di obbligazioni) possa essere una credibile alternativa al credito bancario per le imprese cooperative, specie di piccole e medie dimensioni, sono stati avviati incontri e colloqui con un vasto numero di interlocutori.

# Gli Investitori

I colloqui sono stati svolti con:

- un fondo previdenziale negoziale, che ha rappresentato come una parte irrisoria dei patrimoni detenuti dai fondi previdenziali torni al sistema produttivo nazionale e che i FP stanno organizzandosi per dare attuazione alla delibera Covip 16/3/2012 che consente ai FP negoziali di investire in fondi chiusi e alternativi il 20% del proprio patrimonio;
- un fondo di investimento di diritto lussemburghese che sta progettando due fondi chiusi che investano in obbligazioni di PMI italiane, il cui rating è affidato solo alle dichiarazioni dello sponsor e alla certificazione di bilancio;
- un fondo di investimento americano specializzato in bond high yield che sta lavorando ad un fondo da 200 milioni di euro destinato a società italiane emittenti mini bond;
- una banca di primario standing che sta per presentare alla clientela istituzionale un fondo che investe in obbligazioni emesse da piccole e medie imprese non quotate;
- una banca che intende usare massicciamente l'istituto dei mini bond per cartolarizzare i crediti a medio termine (anche non di propri clienti) e poi collocare sul mercato le quote senior;

# Gli investitori

12

- una banca locale che esprime molti dubbi sullo strumento in quanto (disintermedia la banca ed in quanto) illiquido, non retato, con un portafoglio difficile da monitorare;
- una banca specializzata in uno specifico segmento di mercato che ha messo a punto uno strumento di finanziamento rivolto alle cooperative sociali con aspetti innovativi e non fondato solo sul credito bancario.

Notizie di stampa informano che MPS ha costituito il “Fondo Minibond Pmi Italia” che investirà in mini bond di taglio tra i 2 ed i 5 milioni di euro emessi da imprese manifatturiere.

Anche Unicredit, Intesa San Paolo, Cariparma e Banco Popolare, oltre ad alcune Bcc toscane, stanno valutando con attenzione lo strumento mini bond per finanziare le piccole e medie imprese. Non va dimenticato, infine che nelle sue “Considerazioni finali” il Governatore della Banca d’Italia ha sollecitato le banche ad adoperarsi per un adeguato “sviluppo dei mercati obbligazionari e azionari” al fine di “evitare l’eccessiva dipendenza delle imprese dai prestiti bancari” e per “diversificare le fonti di ricavo, mantenere un rapporto equilibrato tra depositi ed impieghi, condividere con i mercati i rischi insiti nel finanziamento alla clientela”.

# Gli investitori

Sulla scorta delle informazioni raccolte si può ragionevolmente ritenere che il mercato dei mini bond possa effettivamente avviarsi. Le strategie dei diversi soggetti con cui si è interloquito non sono convergenti, anche se è evidente che tutti si pongono (comprese le banche) il tema della disintermediazione del credito. Permangono, oltre agli aspetti problematici già individuati, alcune criticità quali:

- l'obbligo per la banca sponsor di mantenere nel proprio portafoglio, fino alla naturale scadenza, una quota dei titoli emessi dalle PMI e, quindi, di partecipare al rischio;
- il costo delle forme alternative di finanziamento che risulta essere complessivamente superiore a quello riconosciuto ai finanziamenti bancari;
- l'assenza dal mercato di "investitori pazienti" quali i fondi previdenziali e le compagnie di assicurazione;
- il rispetto delle norme in tema di conflitto d'interessi, nonché delle disposizioni di vigilanza, oltre alle autorizzazioni degli organi di controllo (Bankitalia e Consob, *in primis*)

# Le cooperative emittenti

L'Ufficio Studi di Legacoop ha compiuto uno studio per individuare una platea di cooperative potenzialmente emittenti assumendo un'ipotesi molto conservativa: le cooperative di medie dimensioni (VdP 10-100 milioni di €) aderenti a Legacoop che nel periodo 2008-2011 hanno avuto risultati operativi e risultati d'esercizio positivi.

L'universo delle cooperative potenzialmente interessate supera abbondantemente il perimetro così selezionato. Non sono comprese difatti cooperative con prospettive di crescita ed una situazione finanziaria ancora fragile, cooperative che intendono affacciarsi sui mercati esteri, le società controllate da cooperative oppure le newco che nascono dalle ristrutturazioni. Conferma di ciò viene dall'attenzione che hanno dimostrato al tema CNS e CCFS relativamente alla platea delle loro associate, certamente per le maggiori difficoltà che incontrano nell'accesso al credito.

Si sono così isolate 138 cooperative (escluse quelle di abitazione) così suddivise per settore:

Agricole	26	Servizi	33
Industriali	24	Sociali	33
Costruzione	14	Altre	6
Dettaglianti	2		

# Le cooperative emittenti

15

Localizzate nelle seguenti regioni



## **NORD**

**Piemonte** 11

**Lombardia** 4

**FVG** 5

**TTAA** 4

**Veneto** 9

**Emilia Romagna** 60

## **CENTRO**

**Toscana** 12

**Marche** 7

**Lazio** 3

**Umbria** 6

## **SUD**

**Abruzzo** 1

**Calabria** 1

**Campania** 3

**Puglia** 5

**Sardegna** 2

**Sicilia** 2

# Le cooperative emittenti

L'insieme delle cooperative individuate (non sono state considerate le imprese non cooperative di proprietà di cooperative) presenta debiti verso banche pari, complessivamente, a 719,3 milioni di € ed oneri finanziari pari a 34,5 milioni di €.

Un campione di queste è stato oggetto di uno specifico approfondimento. I colloqui diretti hanno evidenziato:

- nessuna cooperativa ha avanzato riserve di ordine culturale circa l'emissione di bond;
- tutte hanno valutato come positiva l'iniziativa assunta da Legacoop, quanto meno dal punto di vista dell'informazione e dell'aggiornamento;
- tutte le cooperative contattate non presentano tensioni finanziarie e problemi di accesso al credito. I tassi di interesse applicati sono ampiamente al di sotto dei valori di mercato.



# Le cooperative emittenti

17

Con queste premesse, le risposte ottenute si possono così articolare:

- una parte esclude il proprio interesse in quanto accede a finanziamenti a costi inferiori;
- un altro gruppo di imprese manifesta l'intenzione di essere investitore di bond emessi da cooperative;
- un terzo gruppo intende approfondire la prospettiva di emettere titoli in quanto ha progetti di investimento che intende realizzare diversificando le fonti. Il costo del bond non viene considerato un ostacolo in quanto allineato, in realtà, al medio termine che il mercato propone;
- un ultimo gruppo, pur in assenza di necessità finanziarie e di programmi di investimento a breve, ritiene comunque opportuno considerare con grande attenzione l'elemento strategico della disintermediazione del credito bancario e le implicazioni che ne conseguono.

Un ulteriore elemento che è stato messo in rilievo è che questo approccio consentirebbe alle cooperative di emettere bond con un valore facciale compreso tra i 3 ed i 7 milioni di euro, emissioni che oggi sono di fatto escluse dal mercato.