

INTERVENTO

# Fondi di debito per battere il credit crunch

di **Federico Merola**

**L**il 14 aprile scorso il direttore del Sole-24 Ore ha lanciato con forza la proposta di un "nuovo veicolo finanziario di diritto privato", per fronteggiare la restrizione di credito alle Pmi. Un mese dopo, l'Ue ha chiuso la procedura d'infrazione dell'Italia inserendo tra le proprie raccomandazioni anche il sostegno alla creazione di canali di finanziamento non bancari. In settimana il ministro dell'Economia, Fabrizio Saccomanni, ha organizzato una riunione dal titolo eloquente: «Credit crunch, credit funds».

I tempi sembrano dunque maturi per portare all'attenzione generale un argomento ampiamente noto in altri Paesi occidentali ma da noi rimasto storicamente marginale: quello dei fondi di debito o credit funds.

In termini semplicistici possiamo definire "fondi di debito" quegli strumenti di risparmio gestito che raccolgono capitali presso investitori istituzionali (assicurazioni, fondi pensione ecc.) per erogare nuovi finanziamenti alle imprese. Tali finanziamenti possono prendere la forma di prestito ordinario – nei contesti giuridici dov'è consentito – ovvero di sottoscrizione di titoli di debito (bond, project bond, "mini-bond" e cambiali finanziarie), nei Paesi come l'Italia dove si applica una più restrittiva riserva di attività creditizia alle banche.

Il richiamo al decreto Cresci-Italia è immediato. Quel decreto, infatti, ha colto l'esigenza di offrire alle imprese maggiore accesso ai mercati finanziari. Purtroppo, però, si è limitato a incentivare i singoli strumenti di raccolta, senza attenzione alla nuova filiera industriale imperniata su intermediari specializzati nella sot-

toscrizione di tali strumenti.

Il punto è critico: i tradizionali investitori diretti in obbligazioni si trovano a loro agio nel valutare e sottoscrivere titoli di debito ad ampia diffusione, emessi dallo Stato o da aziende prevalentemente quotate in Borsa. La sottoscrizione di strumenti di debito emessi da società di progetto (project bond) o da Pmi (mini-bond, cambiali finanziarie) richiede invece competenze specifiche e altamente specialistiche. Quelle dei credit funds, appunto, vere e proprie controparti finanziarie che negoziano, solitamente in via esclusiva (private placement), erogazioni di credito modulate sull'intera struttura finanziaria delle imprese.

I fondi di debito non sono meri veicoli finanziari, ma il perno di una nuova catena creditizia che con cultura specialistica – simile a quella del private equity – coinvolge e trasforma i confidi, le assicurazioni pubbliche (Sace), le società di rating di Pmi (Cerved o Crif) e i mercati dedicati ai titoli a limitata – ma preziosa – diffusione. Parlare di finanza sarebbe riduttivo e parlare di "prodotti" superficiale. La contiguità ai territori e l'appartenenza ai distretti costituiscono il vero valore di riferimento dei fondi di debito.

Esiste un genuino interesse degli investitori istituzionali a sottoscrivere fondi di debito? Se guardiamo agli altri Paesi occidentali dovremmo proprio dire di sì, ed in misura significativa. Le determinanti sono principalmente tre: la percezione delle opportunità legate allo sviluppo delle Pmi; la struttura delle garanzie e la ricerca di rendimento in un mondo a tassi base prossimi allo zero. Talvolta c'è anche la maggiore consapevolezza dell'importanza di soste-

nere l'economia reale del proprio Paese.

L'Italia, sul tema, sconta un ritardo culturale derivante dalla marcata tradizione bancocentrica. Il sistema politico e il mondo istituzionale hanno tardato a comprendere il fenomeno anche quando – con il Cresci-Italia – si sono cercate delle soluzioni. È sintomatico che nell'Europa del "ciascuno deve fare da sé", uno dei primi promotori di un fondo di debito italiano sia stato un imprenditore, Nicola Riello, membro di una famiglia con tradizione nell'investimento in Pmi.

Anche in Italia, tuttavia, si registrano ormai le prime iniziative. Tra queste, Impresa Italia della Riello Sgr, il Fondo lanciato da Mps e Finint Sgr e gli "estero-vestiti" Temax e Muzinich. Positivo ma non basta. La gravità del credit crunch richiede un cambio di passo, possibilmente nell'ambito di una visione d'insieme e una regia unica.

Quali strumenti di policy potrebbero, dunque, favorire un più rapido sviluppo di questi operatori? E con quale strategia complessiva?

Un'ennesima società "di sistema" potrebbe apparire in prima battuta una soluzione conveniente. Soprattutto se fosse esclusivamente dedicata ad investimenti indiretti, cioè in fondi di debito di mercato. Tuttavia, più che un ennesimo strumento di sistema – inserito nell'alveo di un nuovo capitalismo di Stato fondato sulla



gestione accentrata di capitali privati – si potrebbero adottare soluzioni più efficaci ed immediate, di supporto allo sviluppo di un ampio mercato del debito privato.

La Bei, ad esempio, ha stanziato circa 1 miliardo di euro per investimenti in fondi di debito europei. La Cdp potrebbe fare lo stesso. Inoltre, perché non agevolare fiscalmente gli investimenti in questi fondi, tassandoli al 12,5% piuttosto che al 20%? Incentivare strumenti che non esistono può solo creare gettito. Infine, se le authority – Ivass per le assicurazioni e Covip per

i fondi pensione – consentissero subito agli investitori vigilati di classificare questi fondi in base al sottostante prevalente (debito) e non alla forma giuridica del veicolo (fondo chiuso di diritto italiano, veicolo di diritto estero ecc.), si potrebbero rendere disponibili importanti risorse. Cominciare da quello che si può fare subito, è sempre un buon inizio!

#### LO STRUMENTO

Tempi maturi per nuovi intermediari che facciano credito alle Pmi attingendo capitali da investitori istituzionali

