

ricerche

RICERCA TOPLEGAL BANKING & FINANCE 2017

Al di là delle banche

L'economia in ripresa si apre ai finanziatori alternativi e a strutture ibride più vicine al capital markets, mentre le banche cercano soluzioni alla gestione dei crediti deteriorati

di **Roberto Molica**

Il settore bancario è andato incontro, a partire dal 2015, a diversi stravolgimenti che, nel bene o nel male, hanno condizionato l'andamento dei mercati. Tra questi le riforme delle banche popolari e delle banche di credito cooperativo, l'introduzione del meccanismo di garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (Gacs) e la costituzione del **Fondo Atlante**. A questo si aggiunge d'altro canto una lenta ma costante ripresa economica dei mercati e la quasi certezza di essersi messi alle spalle la crisi.

Cambiamenti che negli ultimi anni hanno modificato le richieste di assistenza da parte dei clienti che a loro volta hanno prodotto una differenziazione nell'offerta dei servizi legali in ambito banking & finance. Se l'assistenza nel periodo della crisi era legata principalmente ad attività di restructuring o rifinanziamenti – che, va detto, continuano a mantenere una quota rilevante di mercato – adesso, complice una ripartenza dell'M&a, l'acquisition finance è stato il servizio più richiesto dai clienti nel campione delle società intervistate. Al contempo la ricerca di soluzioni alternative al classico finanziamento, dovuta al maggior rigore delle banche e una maggiore differenziazione del rischio, ha condizionato uno sposta-

mento verso attività sempre più legate al debt capital markets – dai più semplici minibond a operazioni strutturalmente più corpose come i project bond – e ha comportato una maggiore concentrazione delle sinergie all'interno degli studi, con progressiva concentrazione delle conoscenze tra i vari dipartimenti.

Non la solita banca

Gli studi hanno dovuto attrezzarsi nella gestione delle banche in crisi. Solo a titolo di esempio vanno citate l'assistenza prestata da **BonelliErede** alle cosiddette quattro banche – **Nuova Banca delle Marche**, **Nuova Banca dell'Etruria e del Lazio**, **Nuova Cassa di Risparmio di Ferrara** e **Nuova Cassa di Risparmio di Chieti** – nell'applicazione della banking recovery and resolution directive e ancora l'assistenza fornita da **Orrick** a **Quaestio Capital Management Sgr** nelle attività regolamentari connesse alla gestione delle partecipazioni di controllo detenute, per il tramite del Fondo Atlante, in **Veneto Banca** e **Banca Popolare di Vicenza**. Interessante è anche il giro di affari che ruota intorno ai non performing loans, crediti per i quali la riscossione è incerta sia in termini di rispetto

ricerche

Le tipologie di mandati



Fonte: Elaborazione Centro Studi TopLegal

della scadenza che per ammontare dell'esposizione. I dati della **Banca d'Italia**, aggiornati alla metà del 2016, mostrano come il totale dei crediti deteriorati lordi sia pari a 360 miliardi di euro. Le banche italiane, messe sotto pressione dalla **Bce**, hanno dovuto trovare una soluzione alla gestione degli Npl. Questo ha aperto una fase di vendita di crediti e della gestione attiva degli stessi che ha generato nuovo lavoro per gli studi legali. «Nell'ultimo anno, il settore dei non performing loans è stato oggetto di forte interesse da parte degli operatori – spiega Giuseppe Rumi, partner di BonelliErede – e ritengo che sulla capacità di una gestione efficiente dei medesimi si giocherà la partita per molti istituti anche per il 2017».

Una situazione peculiare che condiziona da un lato l'attività delle stesse banche – sempre più rigide – nonché la ricerca di investitori da parte delle imprese che, nel costante bisogno di capitali, guardano anche ad altri soggetti.

Secondo Giulia Battaglia, partner di **Chiomenti**: «È cambiato il modo in cui le banche affrontano le

ristrutturazioni. Quello che abbiamo notato, sia assistendo i debitori che le banche, è un aumento del rigore. Se prima c'era la tendenza a riscadenziare i termini, adesso le operazioni sono più dure ma anche più efficaci. In questo contesto, le banche preferiscono cedere i crediti a sconto piuttosto che accettare una ristrutturazione in cui non credono sino in fondo. Sul fronte invece delle operazioni in bonis, le imprese, complice la ripresa delle operazioni di acquisizione e degli investimenti, fanno ricorso sempre più a fonti di finanziamento alternative, quali alternative credit funds e minibond». Le fa eco Giuseppe De Simone di **Gianni Origoni Grippo Cappelli** secondo il quale «le banche italiane continuano a essere legate alle modalità di finanziamento tradizionali con garanzie classiche e sicure. Oggi abbiamo alcuni soggetti interessati a entrare in questi mercati – penso ad esempio agli hedge fund e ai fondi di carattere tradizionale – che, in quanto stranieri, sono al momento costretti a operare attraverso strutture diverse. Ci sono inoltre fondi che hanno molta liquidità

ricerche

inutilizzata e che per ora stanno alla finestra. Insomma è un mercato in evoluzione».

Cambio delle regole

La grande novità per il settore in ambito legislativo deriva, dunque, dalla progressiva apertura a finanziatori alternativi alle banche, i cosiddetti alternative lender. Come afferma Andrea Giannelli, coordinatore dei dipartimenti di banking e finance debt capital markets di **Legance**, «ci sono state diverse riforme nel recente passato, quella dei minibond prima e l'apertura a finanziamenti da parte di società di cartolarizzazione, assicurazioni e fondi alternativi in seguito, che hanno condizionato un cambiamento del mercato nella direzione dei c.d. alternative lender, sia in competizione con finanziatori bancari, sia in partnership con questi ultimi. A seguito del completamento delle norme regolamentari attuative si attende uno sviluppo sull'area finanziamenti di questi soggetti che possono o erogare direttamente credito oppure acquistare partecipazioni in finanziamenti erogati originariamente da banche».

Un periodo di attività legislativa che giungerà al suo culmine il 3 gennaio del prossimo anno, quando le aziende finanziarie, gli istituti di credito e i fondi d'investimento dovranno necessariamente adattarsi alla Direttiva 2014/65/UE (denominata Mifid 2) relativa ai mercati degli strumenti finanziari che dovrebbe portare a maggiore trasparenza e protezione degli investitori. Secondo Luca Zitiello, fondatore dello studio **Zitiello**: «Adesso comincia il periodo della consulenza strategica per preparare gli intermediari al gennaio 2018. Quello sarà un periodo da tempesta perfetta. Entrano in vigore anche altre due normative collegate, la Idd – la direttiva europea in materia di distribuzione assicurativa che recepisce molti principi già presenti nella Mifid – e la normativa per la comunicazione di offerta dei prodotti standardizzati (Priips). Senza dimenticare che è in fase di recepimento nel nostro ordinamento la quarta direttiva antiriciclaggio».

Se l'apertura dei mercati è però ancora in divenire, la crisi delle banche e la necessità delle società di ri-

cercare altrove i finanziamenti hanno comportato una progressiva ibridazione dei dipartimenti di banking & finance degli studi con quello dei colleghi di debt capital markets.

Nel novero degli strumenti ibridi risaltano, soprattutto per il valore delle operazioni in cui sono utilizzati, i project bond. «Si tratta – spiegano i partner di **Ashurst** Carloandrea Meacci e Franco Vigliano – della logica evoluzione verso l'emissione obbligazionaria. L'attenzione si è spostata dall'attività bancaria a quella dei capital markets in materia finanziaria. Il project bond si è sviluppato in un momento di crisi di liquidità da parte del mondo bancario che ha portato gli operatori a puntare su finanziatori diversi, come le assicurazioni e i fondi pensione. Si tratta, infatti, di una tipologia di investimento congeniale a queste strutture, al loro profilo di rischio e ai loro requisiti regolatori. La crisi di liquidità è stata poi superata ma il modello è rimasto».

Uno strumento utilizzato soprattutto nel mondo delle infrastrutture che, pur scontando una diminuzione complessiva del numero delle operazioni, specie se medio-piccole, proprio grazie al project bond ha trovato una spinta per i deal di maggior valore. Tra i casi più noti c'è quello relativo alla costruzione del Passante di Mestre per complessivi 830 milioni di euro – che ha coinvolto su diversi fronti Gianni Origoni Grippio Cappelli, BonelliErede, **Allen & Overy**, Chiomenti, **Clifford Chance** e lo studio notarile **Milano Notai** – e la più recente operazione di **Metropolitana Milanese** per finanziare gli investimenti idrici della città che ha visto agire **Simmons & Simmons**, BonelliErede e Ashurst.

Il nodo project finance

Più complicato il discorso relativo al project financing che, pur occupando una quota di mercato ancora rilevante, è visto da diversi operatori, siano essi banche o società, come troppo oneroso e complicato. Come dichiarato da Francesca Acciai, head of legal global corporate banking di **Santander**: «Il project financing

ricerche

Le maggiori operazioni

VALORE	DESCRIZIONE	CLIENTI	STUDIO	PROFESSIONISTI
6,4 miliardi	Processo di rinegoziazione del debito di Pirelli da 6,4 miliardi di euro finalizzato a estenderne le scadenze e a ottimizzarne la struttura, a fronte degli effetti della fusione della società con Marco Polo Industrial Holding	Pirelli Banche	Clifford Chance Freshfields Gianni Origoni Grippo Cappelli Latham & Watkins	Charles Adams, Ferdinando Poscio Renato Paternolli Fabio Chiarenza Christopher Kandel, Andrea Novarese, Maria Cristina Storchi, Jeff Lawlis
1,5 miliardi	Assistenza a Beni Stabili SIQ per la costituzione di una SICAF immobiliare italiana, con l'apporto alla stessa del portafoglio immobiliare di Beni Stabili locato a Telecom Italia del valore di circa 1,5 miliardi di Euro	Beni Stabili BNP Paribas, Intesa Sanpaolo, UniCredit, Société Générale, Crédit Agricole Corporate & Investment Bank, Natixis	BonelliErede Legance	Emanuela Da Rin Emanuele Espositi
953 milioni	Financing dell'acquisizione da parte di Alba Bidco, società costituita dal consorzio formato da Antin Infrastructure Partners, Icamap e Borletti del 100% delle azioni di Grandi Stazioni Retail (GS Retail) da Ferrovie dello Stato Italiane ed Eurostazioni	Natixis, Bnp Paribas, Banca Imi, Banco Santander, Ubi Banca, Unicredit Antin Infrastructure Partners, Icamap e Borletti Ferrovie dello Stato Eurostazioni	Chiomenti BonelliErede Gatti Pavesi Gianni Origoni Grippo Cappelli Legance Tremonti Romagnoli Piccardi Foglia Cisternino	Giorgio Cappelli Emanuela Da Rin, Catia Tomasetti, Roberto Cera Francesco Gatti, Andrea Giardino Francesco Gianni, Gabriella Covino Alberto Giampieri, Andrea Fedi Enrico Vitali Giuliano Foglia
830 milioni	Emissione da parte di Concessioni Autostradali Venete di project bond connessi al rifinanziamento del debito esistente contratto per la realizzazione del Passante di Mestre	Concessioni Autostradali Venete Banca Imi, Bnp Paribas, Société Générale, The Royal Bank of Scotland e UniCredit Anas Bei	Gianni Origoni Grippo Cappelli BonelliErede Allen & Overy Chiomenti Clifford Chance	Ottaviano Sanseverino, Richard Hamilton Catia Tomasetti, Emanuela Da Rin Tim Conduit Giovanni Diotallevi Clare Burgess
500 milioni	Negoziante di un finanziamento stipulato con un pool di banche italiane coordinato da Unicredit, Banca IMI e Intesa Sanpaolo per la riorganizzazione societaria del Gruppo Marcegaglia	Marcegaglia	Gianni Origoni Grippo Cappelli	Matteo Bragantini
300 + 200	Finanziamento a termine al gruppo Campari per 300 milioni di euro finalizzato al rimborso anticipato di tutte le obbligazioni collocate tramite private placement negli Stati Uniti. Concessa anche nuova linea di credito revolving per 200 milioni di euro	Campari Banco Popolare, Intesa Sanpaolo, Unicredit	Allen & Overy Gattai Minoli Agostinelli	Stefano Sennhauser Lorenzo Verneti
100 milioni	Finanziamento a MM, la prima operazione di finanziamento realizzata in Italia nel settore idrico che combina un'emissione project bond e un contratto di finanziamento	Metropolitana Milanese Bnp Paribas Securities Services Banca Imi Bei	BonelliErede Ashurst Simmons & Simmons Legance	Catia Tomasetti Carloandrea Meacci Paola Leocani Monica Colombera
n/a	Assistenza agli organi sociali delle quattro banche nell'ambito della prima applicazione della direttiva banking recovery and resolution directive a livello europeo	Nuova Banca delle Marche, Nuova Banca dell'Etruria e del Lazio, Nuova Cassa di Risparmio di Ferrara e Nuova Cassa di Risparmio di Chieti	BonelliErede	Giuseppe Rumi
n/a	Assistenza alla Federazione Italiana delle Banche Cooperative Casse Rurali e Artigiane in relazione all'applicabilità degli interessi negativi nell'ambito dei rapporti bancari sia di finanziamento sia di raccolta	Federazione Italiana delle Banche Cooperative Casse Rurali e Artigiane	Chiomenti	Alessandro Portolano, Filippo Brunetti

ricerche

Assicurazioni, arrivano i bond catastrofe

Con “alternative lender” si intendono quelle istituzioni non bancarie interessate a entrare nel mercato del credito. Tra le principali differenze dalle classiche banche vi sono la capacità di fornire una maggiore flessibilità strutturale, tempi più rapidi e differenziazione del rischio. Questi operatori vanno dalle grandi società di gestione del risparmio a veicoli costituiti ad-hoc spesso partecipati da investitori privati e fondi sovrani, ma anche da fondi pensione e assicurazioni.

Un mercato, quest'ultimo, non ancora completamente esplorato e che può offrire margini di sviluppo agli studi già attivi sul fronte bancario. Secondo Giulia Battaglia, partner di **Chiomenti**, «le assicurazioni stanno studiando molto, non ho avuto però la sensazione che questa possibilità sia del tutto sviluppata. È un trend che vedremo nei prossimi anni. Alcune assicurazioni hanno rafforzato i team legali proprio per essere pronte a questa evenienza». L'opinione è condivisa da Luca Zitiello, fondatore dello studio **Zitiello**: «Il mercato assicurativo adesso è più aperto rispetto al classico banking & finance. Il diritto delle assicurazioni si è finanziarizzato e quindi saranno favoriti i soggetti con esperienza pregressa nel finanziario e nel regolamentare in grado di adattare le proprie competenze. Chi ha queste qualità ha le armi per aggredire un mondo in rapido cambiamento».

Tra le operazioni più interessanti del settore meritano una menzione i cosiddetti catastrophe bond, le obbligazioni catastrofe, strumenti finanziari utilizzati per coprirsi dai rischi connessi a gravi eventi naturali come terremoti, inondazioni e uragani. In assenza di tali calamità i Cat bond pagano una cedola superiore ai bond tradizionali e sono in grado di generare rendimenti costanti ma in caso di catastrofe gli investitori possono perdere il denaro impiegato. Il primo Cat bond italiano contro il rischio sismico è stato emesso nel 2015 da **UnipolSai**.

È un modello di azione complesso e affascinante, sottoposto tuttavia a incessante produzione normativa (a volte con il rischio di diminuire quel grado di certezza necessario per gli operatori del settore, anche internazionali, e particolarmente importante nella gestione dei contratti di lunga durata). Interessante è il crescente utilizzo di meccanismi di finanziamento ibrido, composti da linee di credito bancarie e da project bond destinati a investitori istituzionali». Una visione condivisa anche dallo studio **Gattai Minoli Agostinelli** che nella strutturazione del dipartimento di banking & finance ha deciso di non puntare sul project financing: «A prescindere dal lavoro sulle infrastrutture sportive su cui siamo molto concentrati, i progetti “pubblici” non sono un'area – dichiara il partner Riccardo Agostinelli – su cui investiremo in maniera sistematica. Si tratta di un settore che in Italia, salvo particolari eccezioni, non ha rendimenti particolarmente elevati. Gli incarichi sono conferiti tramite gara, dove spesso a spuntarla è l'offerta più economica e questo produce uno schiacciamento verso il basso. Inoltre, a causa della struttura burocratica della nostra pubblica amministrazione, i tempi per l'implementazione di un progetto possono essere biblici».

Oltre a questi inconvenienti strutturali, il project financing sconta anche delle difficoltà di uno dei suoi campi di azione ideale, il settore delle rinnovabili. La rimodulazione degli incentivi al fotovoltaico prevista dal decreto spalma incentivi ha intimorito gli operatori del settore. Una marcia indietro clamorosa che ha arrestato gli investimenti per lo sviluppo di nuovi impianti (e i conseguenti finanziamenti) e al contempo minato la credibilità del Paese. Secondo Ugo Soleri, chief financial officer di **Global Solar Fund**: «Il settore delle rinnovabili si trova sotto pressione. E per far fronte a queste difficoltà sta attraversando una fase di consolidamento e concentrazione con l'obiettivo, da parte degli operatori, di sfruttare le economie di scala e tenere sotto controllo i bilanci». Se dunque lo sviluppo di nuovi impianti, se non fuori discussione, si dimostra timido, il settore resta però attivo nel secondario, con acquisizioni di impianti già esistenti soprattutto da parte di fondi di investimento. Più rosee le prospettive per le rinnovabili diverse dal fotovoltaico: l'eolico e le biomasse sono descritte dagli operatori e dagli studi legali come aree in grande crescita e la previsione è che continueranno a farlo. ■