



Bond Municipali: Sostenibilità finanziaria e Opportunità d'Investimento

Fattori chiave per la sostenibilità del mercato

21 gennaio 2020 – Bologna Business School



Affinché il mercato dei Bond municipali in Italia possa tornare a svilupparsi, alcune condizioni sono preferibili o addirittura necessarie.

QUALITA' DEGLI EMITTENTI

Soprattutto in una fase iniziale, è importante che gli emittenti che si vogliono affacciare sul mercato siano di uno standing elevato, tale da non suscitare timori o perplessità negli investitori.

QUALITA' DELLE EMISSIONI

Affinché si possano ricreare condizioni di interesse del mercato, è importante che le emissioni abbiano caratteristiche tali da poter potenzialmente essere prese in considerazione da una platea di investitori sufficientemente numerosa e diversificata.

TEMPESTIVITA' - ACCESSIBILITA' – LEGGIBILITA' DEI DATI

L'autonoma capacità di analisi è essenziale per mantenere vivo l'interesse della comunità degli investitori nel medio-lungo termine. Date le specificità della contabilità dell'amministrazione pubblica, è importante uno sforzo di comunicazione da parte delle amministrazioni degli Enti più interessati all'emissione di bond municipali.

INCENTIVI E SVILUPPI NORMATIVI

Evoluzioni normative che favoriscano o addirittura impongano agli investitori l'allocazione in determinate tipologie di titoli, potranno indubbiamente svolgere un ruolo fondamentale sia a livello europeo che italiano.

Fattori di sostenibilità e sviluppo: gli emittenti

Soprattutto in una prima fase di «riavvio», la qualità degli emittenti è fondamentale per riavvicinare gli investitori a questa tipologia di titoli.

DIMENSIONE

In passato in Italia sono state effettuate un numero molto elevato di emissioni da parte di municipalità di dimensioni piccole o molto piccole. Evidentemente, più piccola è la dimensione dell'ente emittente, minore è la platea di investitori potenzialmente interessati. Soprattutto in una prima fase quindi, sarebbe importante che si riaffacciassero sul mercato enti di dimensioni elevate, in modo da poter interessare, almeno potenzialmente, un numero elevato di investitori e non solo domestici.

QUALITÀ

E' altrettanto importante, e non solo in una prima fase di rilancio, che si affaccino sul mercato Enti con dati di bilancio tali da non suscitare apprensioni e dubbi sulla sostenibilità della posizione debitoria nel medio-lungo termine. E' assolutamente fondamentale evitare operazioni «circolari» (in senso finanziario del termine)¹.

CONTESTO E NEWS FLOW

Da punto di vista della percezione generale e del *news flow*, il quadro degli enti municipali italiani è ad oggi decisamente variegato; alcuni enti sono oggi visti e considerati come un esempio di qualità e affidabilità, altri molto meno.

A prescindere da qualsiasi considerazione e giudizio sull'operato dei specifici enti, un ruolo attivo di quegli enti che godono oggi di una maggiore considerazione, potrebbe svolgere una funzione di traino anche per altri emittenti, magari altrettanto virtuosi in termini di sostenibilità finanziaria, ma meno considerati.

¹ In ambito finanziario, un'operazione viene definita «circolare» quando il trasferimento di risorse dall'investitore all'emittente è fittizio, in quanto le risorse vengono rigirate all'investitore attraverso una seconda operazione, contabilmente di natura diversa ma sostanzialmente speculare alla prima.

Fattori di sostenibilita' e sviluppo: le emissioni

Come per gli emittenti anche le specifiche emissioni dovrebbero, soprattutto in una fase iniziale, presentare caratteristiche tali da stimolare l'interesse degli investitori.

DIMENSIONE

In passato in Italia sono state effettuate un numero molto elevato di emissioni di dimensioni molto ridotte; ciò ha impedito lo sviluppo di un mercato secondario sufficientemente liquido, allontanando progressivamente gli investitori e riducendo quindi l'interesse per questa categoria di emissioni. In futuro sarebbe preferibile avere, soprattutto inizialmente, emissioni di dimensioni adeguate a sostenere un'attività di intermediazione e compra-vendita anche successivamente alla fase di emissione.

QUOTAZIONE

La possibilità di iscrivere un'emissione obbligazionaria ad una o più piattaforme di quotazione rappresenta, rispetto al passato, un elemento importante per sostenere gli scambi sul mercato secondario.

INVESTITORI TARGET

Le caratteristiche delle emissioni andrebbero definite in maniera accurata rispetto alla tipologia di investitori che si intende raggiungere. Le normative introdotte negli ultimi anni p.es. impongono una serie di adempimenti piuttosto onerosi per le emissioni destinate alla clientela *retail*. In quest'ottica va valutata attentamente la scelta, più semplice, tra effettuare un'emissione destinata solo alla clientela istituzionale e quella, più onerosa, di estendere il collocamento ai piccoli risparmiatori, potenzialmente beneficiando di una platea di investitori in *target* rispetto alle caratteristiche degli emittenti municipali, e penalizzati oggi da una carenza di opportunità dirette di investimento in ambito obbligazionario.

La capacita' di reperimento di informazioni e analisi degli investitori deve essere facilitata e sviluppata

ACCESSIBILITA'

Il problema dell'accessibilita' ai dati di bilancio degli enti pubblici rappresenta uno dei fattori di maggior difficolta' per gli investitori sia domestici che internazionali. Reperire informazioni, sia direttamente sui siti WEB degli enti, sia attraverso le tipiche piattaforme di informativa finanziaria, presenta costi/difficolta' molto elevate o a volte insormontabili, costringendo gli investitori ad effettuare investimenti «al buio», che molti giustamente decidono alla fine di non effettuare. E' evidente che tanto più gli enti faciliteranno il reperimento delle informazioni relative al rendiconto finanziario, tanto maggiore potrà essere la considerazione degli investitori.

TEMPESTIVITA'

Oltre all'accessibilita', anche la tempestività e attualità dei dati è importante. Se è pur vero che la dinamicità e volatilità dei dati di bilancio di un ente pubblico è di solito minore di quella di una società, il ritardo (spesso anche di due o tre anni) con il quale vengono resi noti i dati di bilancio di alcuni enti municipali rappresenta indubbiamente un fattore fortemente disincentivante per gli investitori. E' essenziale la pubblicazione sufficientemente tempestiva dei dati relativi al Rendiconto Finanziario, pena la diffidenza della comunità degli investitori.

COMPRENSIBILITA'

Un altro fattore che tende ad allontanare gli investitori è la difficoltà di comprensione di rendiconti finanziari redatti con principi e in forma molto diversa rispetto alle Società per Azioni. Questo gap conoscitivo può essere colmato con uno sforzo da ambo le parti; Da un lato gli emittenti potrebbero valutare la pubblicazione di indici finanziari che risultino di più facile comprensione per la comunità degli investitori, dall'altro gli investitori (almeno alcuni) potranno sviluppare autonome capacità di analisi, soprattutto se il mercato potrà raggiungere sufficienti livelli di attività.

ATTEGGIAMENTO PROATTIVO

In prospettiva, sarebbe molto opportuna l'adozione di un atteggiamento proattivo per tutti quegli Enti che si vogliono riaffacciare sul mercato dei Bond municipali, eventualmente anche attraverso l'creazione di una figura *ad hoc* nel ruolo di *investor relator*.

Fattori di sostenibilita' e sviluppo: ESG

Nel prossimo futuro è assai probabile un'evoluzione che favorisca lo sviluppo di emissioni con specifici legami di scopo in contesto ESG.

CRESCENTE SENSIBILIZZAZIONE DEGLI INVESTITORI

Un numero sempre maggiore di investitori, soprattutto di grandi o grandissime dimensioni, sta pubblicamente dichiarando di voler allocare quote sempre più importanti in investimenti ESG *compliant*. Uno degli aspetti di difficoltà da molti segnalato è scarsità di investimenti con adeguate caratteristiche ESG, soprattutto nel settore obbligazionario. E' evidente come gli Enti municipali possano almeno in parte contribuire a soddisfare queste esigenze.

NORMATIVE SPECIFICHE

La pressione sui Governi per raggiungere gli obiettivi di contenimento sull'impatto ambientale porrà sempre più pressione su tutti i settori produttivi. Il finanziamento delle iniziative volte a ridurre la c.d. «impronta ambientale» dovrà forzatamente comprendere sempre di più anche il settore privato, attraverso normative che impongano allocazioni sempre più elevate in investimenti con destinazioni di scopo/ESG.

PROGETTI DI SOSTEGNO

Oltre alle normative specifiche, sono allo studio numerose iniziative volte a favorire investimenti ESG *compliant* e con specifiche destinazioni di scopo.

Fattori di sostenibilita' e sviluppo: *Risk Weight*

Rispetto ad altri Paesi europei, l'Italia presenta un fattore di svantaggio.

NORMATIVE EUROPEE E IL CONCETTO DI RISK WEIGHT

Le normative europee su banche e assicurazioni (Basel III e Solvency II), stabiliscono «a priori» il rischio delle attività detenute attribuendo un peso percentuale («*Risk Weight*»), che va moltiplicato al valore dell'attività. La sommatoria di tutti i valori dell'attivo moltiplicati per il loro *Risk Weight* è fondamentale per determinare gli indici di solidità.

A tutti i titoli di stato, a prescindere dal loro Rating o da qualsiasi altra valutazione di sostenibilità, viene attribuito un *Risk Weight* di 0%, che evidentemente incentiva enormemente l'investimento di banche e assicurazioni su questa tipologia di titoli, visto che non vanno ad intaccare gli indici di solidità patrimoniale.

TITOLI EQUIPARATI E GARANTITI

Il regolamento EU N.575/2013 negli articoli 115 e 116 stabilisce i criteri per i quali alcune tipologie di emittenti possono essere trattati come esposizioni verso l'amministrazione centrale (cioè titoli di stato), beneficiando quindi del *Risk Weight* di 0%.

L'articolo 115 (TITOLI EQUIPARATI) stabilisce che le regioni e amministrazioni locali possono essere equiparati ai titoli di stato quando hanno «specifici poteri di imposizione fiscale che ne riducono il rischio di default».

L'articolo 116 invece (TITOLI GARANTITI) stabilisce che sono considerati titoli di stato tutti quegli emittenti che godono di una garanzia adeguata (cioè esplicita e incondizionata) da parte di un'amministrazione centrale.

Le liste di tutti gli emittenti che soddisfano gli articoli 115 e 116 è pubblicata sul sito dell'European Banking Authority (EBA).

LA POSIZIONE ITALIANA

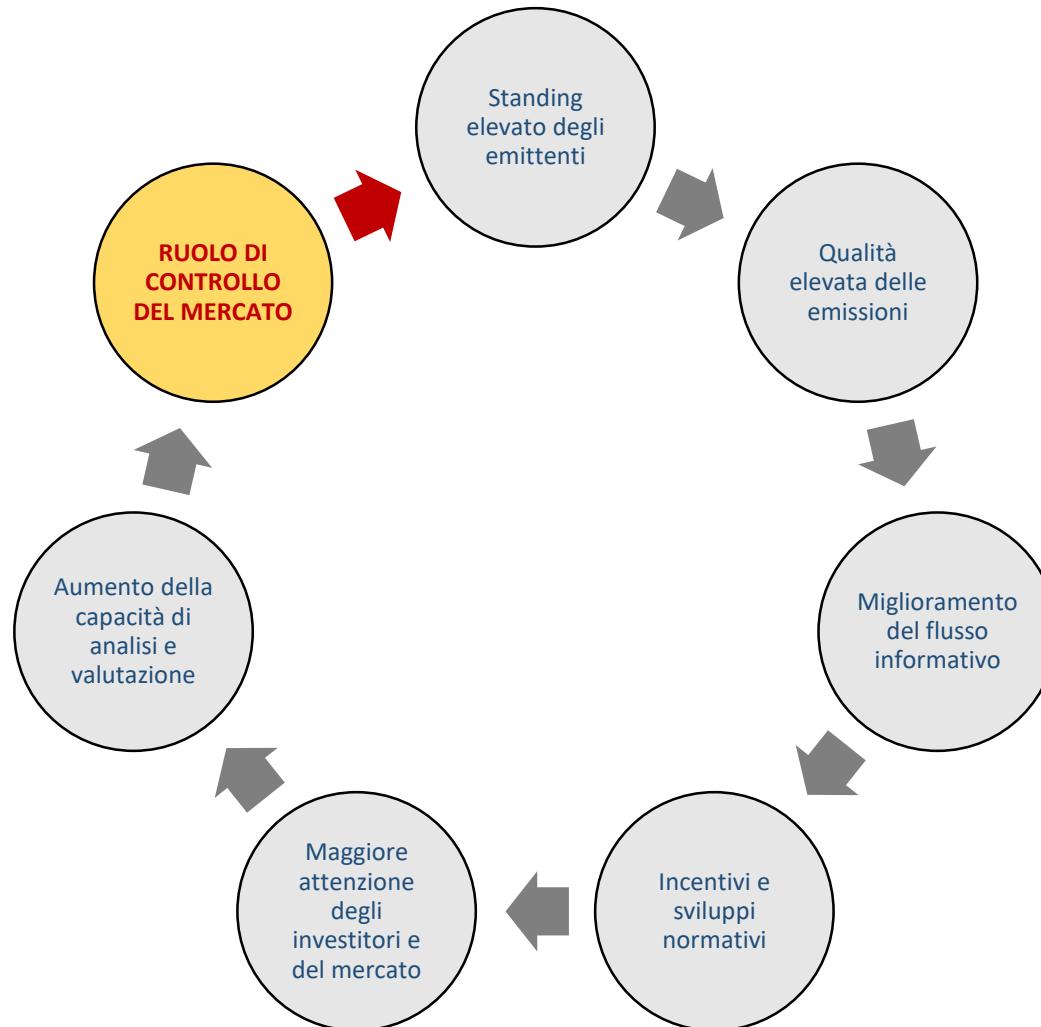
Nessun emittente italiano è presente nelle liste mantenute dall'EBA, al di fuori dell'amministrazione centrale dello stato quindi nessun altro emittente italiano beneficia del *Risk Weight* di 0%.

Ciò significa che, a differenza p.es. degli Enti municipali di Germania, Spagna, Olanda, ecc., quelli italiani sono meno appetibili per tutte le banche ed assicurazioni europee.

Questo oggettivo svantaggio è tanto più sfavorevole in quanto:

- Banche e assicurazioni rappresentano una quota molto importante degli investitori obbligazionari a livello europeo;
- I debiti delle amministrazioni municipali sono comunque inseriti nel calcolo del debito pubblico nazionale.

Fattori di sostenibilita' e sviluppo: IL potenziale circolo virtuoso



Gruppo Marzotto SIM

Marzotto SIM SpA

Milano - Piazza della Repubblica, 32 - 20124 - Tel. +39 02 00632611 - Fax +39 02 00632695

Roma - Via di Novella, 22 - 00199 - Tel. +39 06 32650128 - Fax +39 02 00632695

www.marzottosim.com - info@marzottosim.com

Marengo Financial Services Ltd

Londra - 43 Maiden Lane - WC2E 7LJ - Tel. +44 203 319 6220

www.marengofinancial.co.uk - info@marengofinancial.co.uk

