



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Il mercato dei *private placement*  
per il finanziamento delle imprese

di Nicola Branzoli e Giovanni Guazzarotti

Marzo 2015

Numero

262





BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Questioni di Economia e Finanza

(Occasional papers)

Il mercato dei *private placement*  
per il finanziamento delle imprese

di Nicola Branzoli e Giovanni Guazzarotti

Numero 262 – Marzo 2015

*La serie Questioni di economia e finanza ha la finalità di presentare studi e documentazione su aspetti rilevanti per i compiti istituzionali della Banca d'Italia e dell'Eurosistema. Le Questioni di economia e finanza si affiancano ai Temi di discussione volti a fornire contributi originali per la ricerca economica.*

*La serie comprende lavori realizzati all'interno della Banca, talvolta in collaborazione con l'Eurosistema o con altre Istituzioni. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.*

*La serie è disponibile online sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).*

ISSN 1972-6627 (stampa)

ISSN 1972-6643 (online)

*Stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia*

# IL MERCATO DEI *PRIVATE PLACEMENT* PER IL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE

di Nicola Branzoli \* e Giovanni Guazzarotti \*

## Sommario

Il lavoro descrive le caratteristiche dei *private placement* e discute le condizioni necessarie per la loro diffusione in Europa. Il *private placement* è una modalità di finanziamento usata principalmente da imprese di medie dimensioni che, non potendo accedere al mercato obbligazionario pubblico, si rivolgono a uno o più grandi investitori istituzionali. Rispetto a un'offerta pubblica esso è caratterizzato da: i) minori costi di emissione, ii) maggiore flessibilità contrattuale, iii) minori importi e liquidità delle singole emissioni, iv) ridotte asimmetrie informative tra investitori ed emittenti. Lo sviluppo del mercato dei *private placement*, una delle iniziative promosse dalla Commissione europea per la Capital Markets Union, può aiutare le imprese a finanziare investimenti di lungo periodo e contribuire allo sviluppo del mercato obbligazionario pubblico. Una più ampia diffusione dei *private placement* trova ostacoli nelle dimensioni contenute degli intermediari non bancari, nella quantità e qualità delle informazioni di bilancio delle imprese di medie dimensioni disponibili agli investitori e nel grado ancora limitato di armonizzazione tra normative e prassi di mercato nei diversi paesi.

**Classificazione JEL:** G23, G24, G28, G32, G38.

**Parole chiave:** finanziamento delle imprese, mercato obbligazionario, collocamenti privati.

Introduzione .....	5
1. Cosa sono i <i>private placement</i> .....	6
2. Vantaggi e costi del <i>private placement</i> .....	7
<i>Costo del collocamento</i> .....	8
<i>Dimensione, customization e liquidità</i> .....	8
<i>Tasso di interesse</i> .....	9
<i>Asimmetrie informative</i> .....	9
3. I mercati dei <i>private placement</i> .....	10
<i>Stati Uniti</i> .....	11
<i>Regno Unito</i> .....	13
<i>Francia</i> .....	14
<i>Germania</i> .....	14
<i>Italia</i> .....	14
4. Condizioni per lo sviluppo del mercato .....	16
<i>La domanda di strumenti di private placement</i> .....	16
<i>Caratteristiche degli emittenti</i> .....	19
<i>Servizi connessi e infrastrutture</i> .....	19
<i>Normativa e prassi di investimento</i> .....	19
Riferimenti bibliografici .....	23

---

\* Banca d'Italia, Servizio Stabilità Finanziaria.



## Introduzione<sup>1</sup>

La creazione di una Capital Markets Union è una delle priorità della politica economica europea<sup>2</sup>. L'obiettivo è di favorire l'accesso diretto delle imprese ai mercati al fine di aumentare le opportunità di finanziamento e ridurre la dipendenza dal credito bancario. Nell'area dell'euro, infatti, le obbligazioni rappresentano solo il 10 per cento dei debiti finanziari, contro il 30 per cento nel Regno Unito e il 40 per cento negli Stati Uniti (fig. 1). Anche la capitalizzazione di borsa delle imprese europee è nettamente inferiore a quella dei paesi anglosassoni.

Tra le proposte della Commissione europea per la creazione della Capital Markets Union vi è lo sviluppo di un mercato europeo dei collocamenti privati di debito (*private placement*) per favorire il ricorso delle imprese al mercato obbligazionario. L'iniziativa è sostenuta anche dal Consiglio europeo.

Il *private placement* è uno strumento di finanziamento<sup>3</sup> intermedio tra il prestito bancario e l'offerta pubblica di obbligazioni. Attraverso il *private placement* l'impresa che non può accedere al mercato pubblico, perché non abbastanza grande o trasparente<sup>4</sup>, si rivolge a uno o più investitori istituzionali di grandi dimensioni che dispongono sia delle risorse finanziarie sia delle competenze per valutare e gestire il rischio<sup>5</sup>. Sebbene il mercato dei *private placement* non rappresenti una fonte di finanziamento sostitutiva del credito bancario o dei mercati regolamentati, avendo per sua natura dimensioni contenute, esso può aiutare le imprese a finanziare investimenti di lungo periodo e contribuire allo sviluppo del mercato obbligazionario pubblico.

Il mercato dei *private placement* si è sviluppato inizialmente nei paesi anglosassoni, favorito dalla presenza di una grande industria del risparmio gestito; in Europa, il suo sviluppo è invece relativamente recente ed è caratterizzato da una notevole eterogeneità tra paesi. Una più ampia diffusione dei *private placement* trova ostacoli nelle dimensioni contenute degli intermediari non bancari, nella limitata quantità e qualità delle informazioni di bilancio delle imprese di medie dimensioni disponibili agli investitori e nel grado ancora limitato di armonizzazione tra normative e prassi di mercato nei diversi paesi.

---

<sup>1</sup> Le opinioni qui riportate sono quelle degli autori e non impegnano in alcun modo la Banca d'Italia. Gli autori desiderano ringraziare per i commenti ricevuti Giorgio Gobbi, Matteo Piazza e Paolo Finaldi Russo e Marco Martella.

<sup>2</sup> Si vedano le conclusioni dell'incontro del Consiglio dello scorso dicembre e le Comunicazioni della Commissione di marzo 2013 e di marzo e novembre 2014.

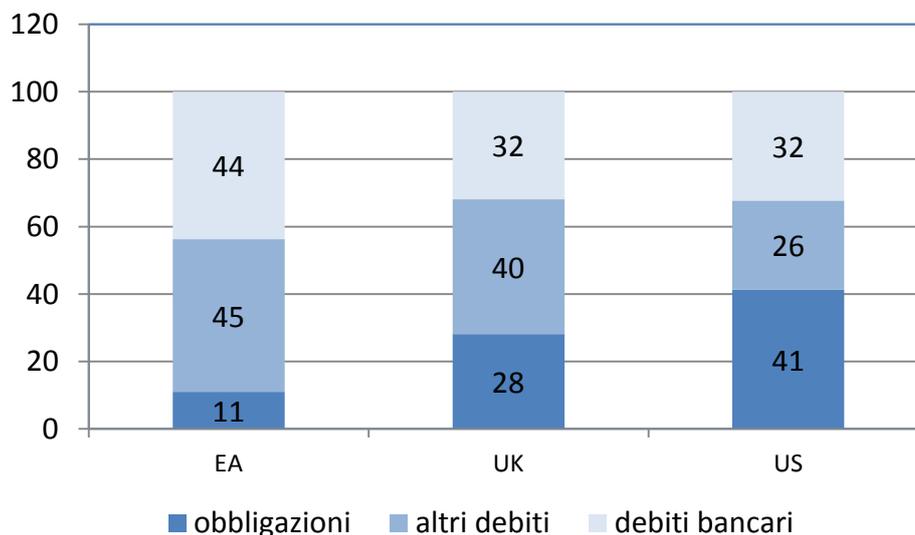
<sup>3</sup> L'espressione "private placement" è usata per indicare sia la modalità di collocamento che, più frequentemente, il contratto stesso. Per esempio, l'International Capital Markets Association (ICMA, 2014) riporta: "the Pan-European Private Placement will be a [...] security". Udell et al. (1993) scrivono: "A private placement is a security that is issued in the United States but is exempt from registration with the Securities and Exchange Commission as a result of being issued in transactions not involving any public offering".

<sup>4</sup> Il *private placement* consente alle imprese che non possono accedere ai mercati dei capitali di integrare il credito bancario con finanziamenti di lungo periodo; spesso è il primo passo di un percorso di crescita che porta l'impresa ad accedere al mercato obbligazionario pubblico.

<sup>5</sup> Tra le altre proposte della Commissione vi sono: l'istituzione di mercati dedicati alle PMI, la promozione di intermediari specializzati nel finanziamento delle PMI (ad esempio, gli European Long-Term Investment Funds), lo sviluppo dei mercati delle cartolarizzazioni e dei covered bonds. Poiché in Europa lo sviluppo dei mercati dei capitali è ostacolato dalla dimensione contenuta delle imprese, tali strumenti intendono mitigare le asimmetrie informative tra PMI e investitori non bancari. I fondi di debito, ad esempio, aiutano gli investitori a selezionare i prenditori e a gestirne il rischio di credito, mentre le cartolarizzazioni permettono di diversificare il rischio e di allocarlo in modo efficiente tra diverse tipologie di investitori.

Nelle sezioni successive vengono descritte le principali caratteristiche dei *private placement* (sez. 1 e 2), i mercati di collocamento (sez. 3) e gli aspetti rilevanti per la diffusione di questi strumenti (sez. 4).

**Figura 1: Composizione delle passività finanziarie delle imprese**



Fonte: Banca d'Italia.

## 1. Cosa sono i *private placement*

Non esiste una definizione unica e comunemente accettata di *private placement*. Negli Stati Uniti il *private placement* è, formalmente, un qualsiasi titolo di debito non registrato presso la Security Exchange Commission (SEC) perché non oggetto di un'offerta pubblica di collocamento<sup>6</sup>. In Europa, sebbene le normative nazionali siano in parte diversificate, il *private placement* può essere definito, in analogia con il caso statunitense, come un qualsiasi strumento di debito diverso dal prestito bancario che è esente dall'obbligo del prospetto informativo imposto dalla direttiva comunitaria sui collocamenti pubblici<sup>7</sup>.

Nelle prassi di mercato il *private placement* ha caratteristiche specifiche. Esso è tipicamente uno strumento di debito collocato attraverso un'offerta privata fatta a un gruppo ristretto di investitori qualificati (principalmente compagnie di assicurazione e fondi pensione<sup>8</sup>). Il collocamento è in genere organizzato da un intermediario finanziario, *l'arranger*, che ha l'incarico di trovare potenziali investitori e gestire il processo di emissione. Il contratto può assumere sia la

<sup>6</sup> Udell et al. (1993).

<sup>7</sup> L'Articolo 3, Comma 2.A, della Prospectus Directive esenta il collocamento di un titolo di debito dalla pubblicazione del prospetto informativo quando l'offerta viene fatta soltanto a investitori qualificati.

<sup>8</sup> Tra i potenziali investitori vi sono anche i fondi di investimento (ad esempio, i fondi di credito) e i fondi sovrani. Negli Stati Uniti un ruolo rilevante è svolto dalle Business Development Companies (BDC), che sono società di investimento, simili a fondi chiusi, che raccolgono risorse da investitori sia retail sia istituzionali e concedono finanziamenti alle PMI. Alla fine del 2013, i prestiti concessi dalle BDC ammontavano a 46 miliardi (si veda Beltratti e al., 2014).

forma di prestito sia quella di obbligazione; in genere è a medio e lungo termine, non è garantito e ha un tasso di interesse fisso.

## 2. Vantaggi e costi del *private placement*

Il confronto tra le caratteristiche del *private placement* e quelle di prestiti bancari e collocamenti pubblici (fig. 2) mostra come il *private placement* rappresenti, sia per gli emittenti che per gli investitori, una forma di finanziamento intermedia<sup>9</sup>.

In sintesi, le principali differenze, illustrate in dettaglio di seguito, sono le seguenti. Rispetto all'obbligazione pubblica, il *private placement* è caratterizzato generalmente da: i) minori costi di emissione; ii) maggiore flessibilità nella determinazione dei covenants<sup>10</sup> del contratto; iii) volumi inferiori di debito collocato per singola emissione; iv) minore liquidità dei titoli; v) minori asimmetrie informative tra investitori e imprese<sup>11</sup>. Rispetto al prestito bancario, invece, il *private placement* ha maggiori costi di emissione ma permette finanziamenti di maggiori dimensioni.

Figura 2: Confronto tra prestito bancario, *private placement* e offerta pubblica



<sup>9</sup> Tale interpretazione è quella prevalente in letteratura; si veda, ad esempio, Udell et al. (1993).

<sup>10</sup> Il termine covenant indica una clausola del contratto di debito che mira a tutelare i creditori dai possibili danni derivanti dalla gestione dell'azienda. Anche le offerte pubbliche possono prevedere covenants ma la loro negoziazione è spesso costosa dato l'elevato numero di investitori.

<sup>11</sup> Queste differenze sussistono a parità di caratteristiche dell'impresa emittente.

## Costo del collocamento

Il *private placement* ha costi di emissione minori di un'obbligazione collocata pubblicamente. L'emittente di un collocamento privato ha in genere obblighi di trasparenza meno stringenti<sup>12</sup> e il *private placement* può essere completato in tempi più rapidi perché è soggetto a una normativa semplificata. Poiché i costi di emissione sono generalmente costi fissi, il collocamento privato è particolarmente conveniente per le emissioni di importo contenuto e ciò lo rende accessibile anche alle imprese di minori dimensioni. Rispetto a un prestito bancario, il *private placement* ha invece costi di collocamento maggiori, sia perché l'emittente deve farsi carico anche delle commissioni dell'*arranger* sia perché, a causa della necessità di negoziare il contratto con più controparti, i tempi dell'operazione sono più lunghi.

Il *private placement* ha anche costi di emissione unitari generalmente inferiori a quelli di un obbligazione pubblica. Ad esempio, per un campione relativamente omogeneo di emissioni obbligazionarie di società di servizi pubbliche, Blackwell e Kidwell (1988) calcolano un costo medio, per ogni 1.000 dollari di titoli collocati, pari a 7,95 dollari nel caso di un *private placement* e a 11,65 dollari nel caso di un'obbligazione collocata pubblicamente<sup>13</sup>.

I costi sostenuti dall'investitore sono viceversa maggiori in un *private placement* rispetto a un collocamento pubblico: il *private placement* richiede un'accurata due diligence in fase di emissione e i covenant richiedono competenze specifiche sia nella fase di negoziazione sia durante l'intera vita del prestito per il controllo dei comportamenti del debitore. Per questo motivo la domanda di *private placement* proviene solo dagli investitori più grandi o più qualificati, che hanno la capacità di valutare e gestire direttamente il finanziamento.

## Dimensione, *customization* e liquidità

La possibilità di negoziare il contratto con pochi investitori permette la definizione di covenants specifici, che spesso si sostituiscono a forme di garanzia reale<sup>14</sup>. Ciò rende il *private placement* uno strumento di finanziamento più adattabile alle esigenze dell'impresa e degli investitori rispetto a un titolo offerto al pubblico. Tuttavia, proprio il numero ristretto di investitori che partecipano alla singola operazione fa sì che l'importo collocabile privatamente sia in genere inferiore a quello di un'emissione sul mercato pubblico.

A loro volta, le caratteristiche non standard e gli importi contenuti del *private placement* riducono la liquidità dei titoli, ovvero le possibilità di scambio sul mercato secondario. Tuttavia, poiché i detentori di *private placements* hanno in genere strategie di investimento di lungo periodo (*buy and hold*), il premio per l'illiquidità richiesto dagli investitori è in genere contenuto.

---

<sup>12</sup> I costi associati con gli obblighi di trasparenza di un collocamento pubblico sono, ad esempio, quelli di certificazione del bilancio e quelli di quotazione del titolo. Un altro costo rilevante del collocamento pubblico è quello connesso con l'attribuzione di un rating da parte di una agenzia di valutazione del merito di credito.

<sup>13</sup> La letteratura distingue generalmente tra le imprese che hanno accesso sia al mercato dei *private placement* che a quello pubblico (*switch hitters*) e le imprese che hanno accesso solo al mercato dei *private placement* (*nonswitch hitters*). L'evidenza mostra che per i *nonswitch hitters* i costi di emissione di un *private placement* sono minori dei costi di un collocamento pubblico, mentre per i *switch hitters* la differenza tra i costi delle due forme di finanziamento non è significativa (Blackwell e Kidwell, 1988; Carleton e Kwuan, 2010).

<sup>14</sup> Si veda Carleton e Kwuan (2010) e i riferimenti ivi riportati.

## Tasso di interesse

Sulla base della teoria economica non è possibile dire se il *private placement* comporti tassi d'interesse maggiori o minori del collocamento pubblico. Da un lato, i covenant presenti in un contratto di *private placement* alleviano i problemi di selezione avversa e azzardo morale<sup>15</sup>, riducendo il premio per il rischio di credito. Dall'altro, per l'investitore la negoziazione dei termini del contratto e l'attività di monitoring rappresentano un costo addizionale che deve essere compensato da un maggiore rendimento. Un'ulteriore ragione per cui il tasso del *private placement* potrebbe essere maggiore di quello del collocamento pubblico è che in un *private placement* gli investitori qualificati hanno un maggior potere di mercato nella determinazione delle condizioni del finanziamento poiché non devono competere con la domanda degli investitori retail.

Nonostante a livello teorico il confronto sia incerto, l'evidenza empirica indica che, a parità di caratteristiche dell'impresa emittente e del titolo collocato, il tasso di interesse di un *private placement* è generalmente maggiore di quello di un'obbligazione pubblica. Per esempio, Carleton e Kawan (2010) mettono a confronto *private placement* e collocamenti pubblici effettuati dalle stesse imprese e ne calcolano il differenziale di rendimento rispetto a titoli di Stato di analoga durata. Nel loro campione i *private placement* sono caratterizzati da uno spread medio dell'1,32% (mediano dell'1,24%), mentre i collocamenti pubblici hanno uno spread medio dell'1,13% (mediano dell'1,05%).

Sulla base della teoria il confronto tra i tassi è incerto anche nel caso del prestito bancario. Da un lato la banca potrebbe sfruttare il vantaggio informativo che deriva da relazioni di finanziamento di lungo periodo richiedendo tassi di interesse maggiori<sup>16</sup>; dall'altra, essa può applicare tassi inferiori perché tiene conto, nella propria politica di prezzo, del valore di tutti i servizi forniti all'impresa (cross-subsidization), nonché delle rendite future derivanti dagli *switching costs*<sup>17</sup> tipici delle relazioni di lungo periodo.

## Asimmetrie informative

Per date caratteristiche dell'emittente, il *private placement* è caratterizzato da una minore asimmetria informativa tra impresa e investitori rispetto al titolo collocato pubblicamente. Vi sono almeno due ragioni. In primo luogo, il *private placement* coinvolge solo investitori qualificati, che sono in grado di valutare il rischio di credito meglio degli investitori retail. In secondo luogo, il *private placement* consente all'investitore sia di richiedere informazioni accessorie, utili a valutare le caratteristiche dell'investimento, sia di inserire nel contratto covenant che possano attenuare il rischio di credito riducendo selezione avversa e azzardo morale. Il fatto che per il *private placement* non sono previsti obblighi di trasparenza non significa che agli investitori vengono trasmesse meno

---

<sup>15</sup> Carleton e Kwuan (2010).

<sup>16</sup> La banca ha tipicamente un vantaggio comparato nella valutazione del rischio di credito rispetto a un investitore non bancario; si veda Sharpe (1990) e Dell'Araccia e Marquez (2004).

<sup>17</sup> Kim et al. (2003) stimano che i *switching costs* per i prestiti bancari possono arrivare a un terzo del tasso d'interesse. Per le implicazioni sulle politiche di prezzo si veda Klemperer (1987).

informazioni, ma che queste sono negoziate direttamente con l'investitore e comunicate in forma privata<sup>18</sup>.

Rispetto al prestito bancario, invece, il *private placement* comporta maggiori asimmetrie informative, sia perché gli intermediari bancari sono potenzialmente più competenti di un investitore istituzionale nella valutazione del finanziamento sia perché la banca può spesso disporre di un insieme di informazioni più ampio.

A causa di queste differenze, le imprese che usano il *private placement* sono tipicamente più piccole e più opache<sup>19</sup> di quelle che ricorrono alle offerte pubbliche ma più grandi e trasparenti di quelle che ricorrono esclusivamente ai prestiti bancari. Inoltre, poiché dimensione e trasparenza sono negativamente correlate con l'età dell'impresa, le imprese giovani riescono ad accedere con maggiore facilità ai prestiti bancari e ai *private placement* che ai collocamenti pubblici<sup>20</sup>. Infine, le imprese che non vogliono rendere pubblici i propri progetti di investimento, perché caratterizzati da un elevato valore commerciale, preferiscono collocare i titoli privatamente piuttosto che con un'offerta pubblica<sup>21</sup>.

### **3. I mercati dei *private placement***

Il mercato dei *private placement* si è sviluppato inizialmente nei paesi anglosassoni, favorito dalla presenza di una grande industria del risparmio gestito e dall'offerta di servizi di investimento da parte di intermediari non bancari. La dimensione del mercato, tuttavia, è rimasta contenuta. I volumi rappresentano una piccola parte dei flussi finanziari intermediati dai mercati: negli Stati Uniti, ad esempio, i *private placement* sono appena il 4 per cento delle emissioni obbligazionarie delle imprese.

Nei paesi dell'Europa continentale i *private placement* hanno iniziato a svilupparsi solo recentemente<sup>22</sup>. Negli ultimi anni, a fronte della restrizione del credito bancario e dei bassi tassi di interesse, imprese e investitori hanno manifestato un crescente interesse per questi strumenti. Lo sviluppo del mercato, tuttavia, è ostacolato da un sistema finanziario banco-centrico, dove il ruolo degli investitori istituzionali e dei mercati rimane modesto. Secondo alcune stime, nel 2014 le

---

<sup>18</sup> Sulla base di un campione composto da imprese italiane, Accornero e al. (2015) mostrano che le imprese grandi e quelle quotate, tipicamente più trasparenti e in grado di sostenere i costi fissi dei collocamenti, hanno maggiori possibilità di finanziarsi sul mercato obbligazionario. Il lavoro mostra inoltre che durante la crisi la riduzione del numero di emittenti è dovuta sia a un peggioramento delle variabili di bilancio delle imprese sia a un aumento dell'avversione al rischio dei sottoscrittori, che hanno privilegiato l'acquisto di titoli emessi da imprese grandi, quotate e poco indebitate.

<sup>19</sup> Le imprese opache sono quelle che non sono in grado di adempiere agli obblighi informativi di certificazione e registrazione previsti per le offerte pubbliche (ad esempio, perché troppo costosi) o che non possono fornire sufficienti garanzie reali per ridurre il rischio di credito.

<sup>20</sup> Queste ultime implicazioni sono tratte da Carey, Prowse, Rea e Udell (1993), Denis e Mihov (2003) e Berger, Klapper e Udell (2001).

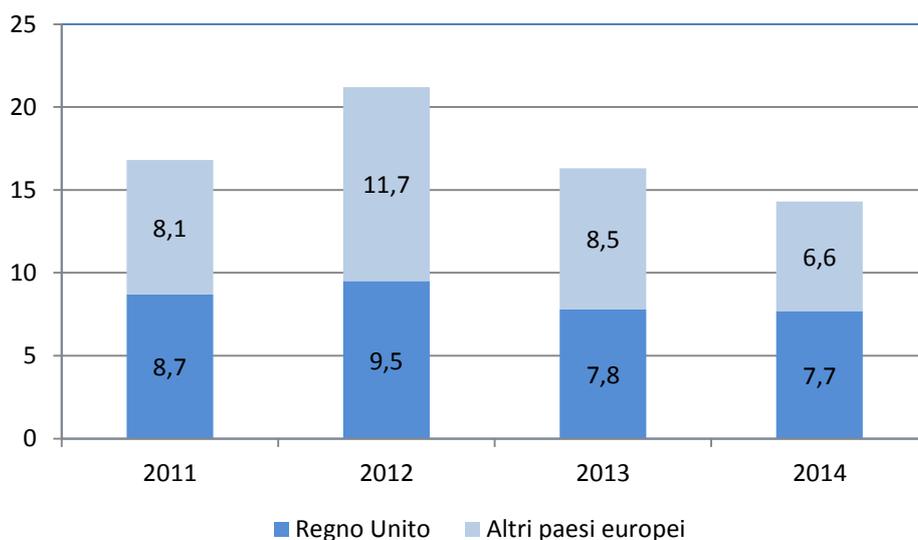
<sup>21</sup> In un *private placement*, infatti, da una parte la normativa impone minori obblighi di trasparenza, dall'altra gli investitori si impegnano, sottoscrivendo un apposito contratto, a non rendere pubbliche le informazioni ottenute. Si veda Carey, Prowse, Rea e Udell (1993).

<sup>22</sup> ICMA (2007).

emissioni di *private placement* nei principali paesi dell'Europa continentale sarebbero state complessivamente pari a 6,6 miliardi<sup>23</sup> (fig. 3), contro i 50 miliardi degli Stati Uniti (fig. 4)<sup>24</sup>.

A differenza che negli Stati Uniti in Europa non esiste un unico mercato dei *private placement*. Le caratteristiche dei titoli, le prassi di mercato e le normative dei singoli paesi sono spesso diverse tra loro. Nei paragrafi successivi si descrivono sinteticamente le esperienze dei principali paesi.

**Figura 3: Collocamenti privati di obbligazioni sui mercati europei**  
(miliardi di dollari)



Fonte: Citigroup (2014).

Nota: I dati non includono i collocamenti privati di prestiti (sono quindi esclusi gli *Schuldschein* tedeschi).

## Stati Uniti

Uno dei principali mercati di *private placement* è quello statunitense. Nel 2014 le emissioni lorde di *private placement* negli Stati Uniti sono ammontate a circa 50 miliardi di dollari (figg. 3 e 4). Nello stesso anno i collocamenti pubblici in dollari di titoli investment-grade e high-yield sono stati pari, rispettivamente, a 975 e 350 miliardi.

L'offerta di fondi proviene essenzialmente da compagnie di assicurazioni statunitensi e canadesi. Una quota rilevante del mercato (il 56 per cento nel 2014) è costituita da emissioni di società estere: il 20 per cento proviene dal Regno Unito, il 10 per cento dall'Europa continentale, il 12 dall'Australia, l'11 dal Canada.

<sup>23</sup> Il dato aggregato sulle emissioni nei paesi dell'Europa continentale non sono direttamente confrontabile con i dati dei singoli paesi riportati nei paragrafi successivi. In primo luogo, i dati provengono da fonti diverse e usano definizioni differenti, in assenza di una definizione di *private placement* comune per il mercato europeo. Per esempio, il dato europeo non tiene conto dei *private placements* sotto forma di prestiti e, in particolare, degli *Schuldschein* tedeschi. In secondo luogo, i dati di Francia e Italia riguardano le emissioni cumulate su più anni.

<sup>24</sup> Stima di Citigroup sulla base di dati Bloomberg. Questi dati non includono i prestiti non bancari, che sono particolarmente rilevanti per il mercato tedesco (cfr. oltre).

Un ruolo importante per il funzionamento del mercato statunitense è svolto dalla *National Association of Insurance Commissioners* (NAIC), l'agenzia istituita dalle autorità di regolamentazione del settore assicurativo con il compito di coordinare la vigilanza tra gli Stati e di stabilire gli standard e le best practices dell'industria. In particolare, la NAIC attribuisce un rating ai *private placement* e fornisce delle linee guida per la determinazione dei requisiti di capitale degli investimenti in *private placement*.

L'importanza dei *private placement* per il finanziamento delle imprese statunitensi è cambiata significativamente nel corso degli anni<sup>25</sup>. Fino alla metà degli anni settanta del secolo scorso i *private placement* rappresentavano la quota prevalente delle emissioni obbligazionarie; nei decenni successivi, in concomitanza con il forte sviluppo dei mercati pubblici, il loro ruolo si è progressivamente ridimensionato (fig. 5). All'inizio degli anni novanta l'emissione di *private placement* con basso merito di credito (high yield), che costituivano una parte rilevante dei collocamenti, si è ridotta drasticamente, determinando una forte contrazione dell'intero mercato. Tra il 1988 e il 1992 i collocamenti privati si sono ridotti da 128 a 66 miliardi di dollari. Tale flessione è riconducibile principalmente a una diminuzione della domanda da parte delle compagnie assicurative, che in quegli anni detenevano circa l'80 per cento del valore dei titoli in circolazione<sup>26</sup>. Dal 2010 le emissioni di *private placement*, favorite dai bassi tassi di interesse, hanno registrato un aumento significativo. Secondo stime degli operatori di mercato<sup>27</sup> negli ultimi 5 anni i collocamenti medi annui sono stati pari a 49 miliardi, contro 33 nel quinquennio precedente.

**Figura 4: Collocamenti privati di obbligazioni negli Stati Uniti**  
(miliardi di dollari)



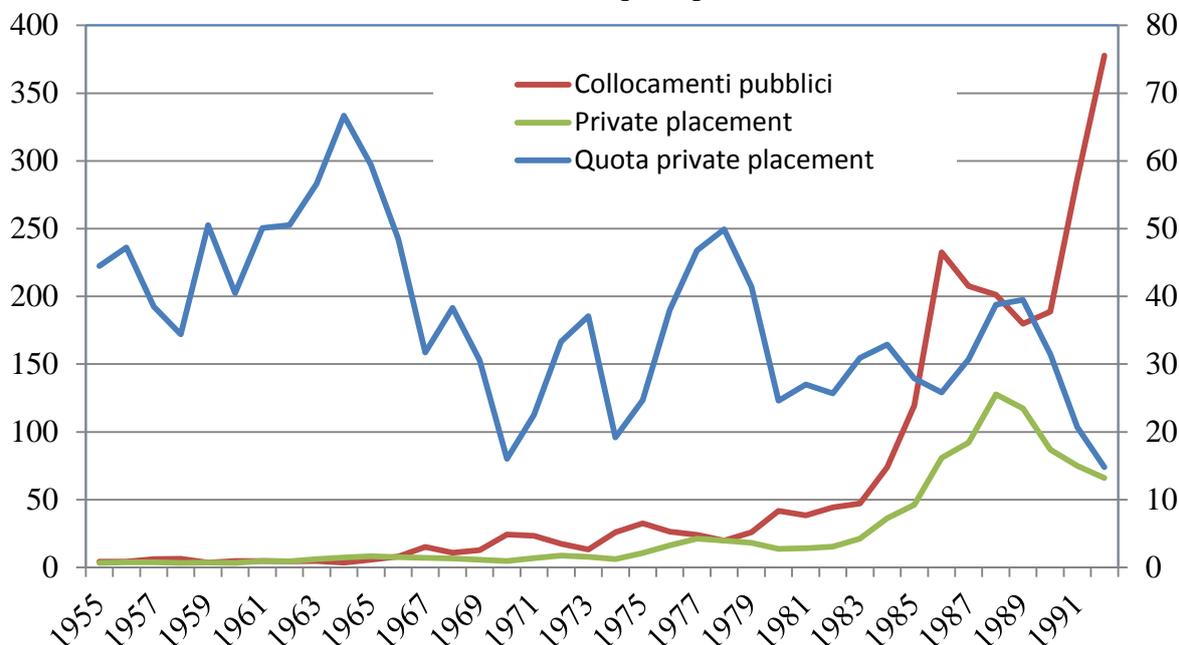
Source: Thomson Reuters, OECD.

<sup>25</sup> Si veda Shapiro e Wolf (1972) e Udell et al (1993).

<sup>26</sup> La causa principale della riduzione della domanda da parte delle compagnie assicurative è stato l'aumento della rischiosità dei titoli nei loro portafogli dovuta alla crisi nel mercato immobiliare, e il conseguente aggiustamento delle strategie di investimento delle assicurazioni verso prestiti a basso rischio. A questo si è aggiunta la preoccupazione degli investitori per le condizioni finanziarie delle compagnie assicurative, alimentata da una crisi generalizzata del mercato delle obbligazioni high yield e dai fallimenti di alcune grandi compagnie di assicurazione del ramo vita, che hanno ridotto il patrimonio gestito dalle assicurazioni.

<sup>27</sup> Citigroup (2014).

**Figura 5: Collocamenti privati e collocamenti pubblici negli Stati Uniti**  
(miliardi di dollari e quote percentuali)



Fonte: Carey e al. (1993).

## Regno Unito

Le imprese inglesi sono tra le principali emittenti di *private placement*. Secondo stime relative al 2011, circa un quinto del totale dei collocamenti privati in essere nei principali mercati è stato emesso da imprese inglesi; una parte rilevante è stata effettuata sul mercato statunitense. Quasi la metà delle imprese appartenenti all'indice FTSE250 (che esclude le 100 società quotate più grandi) ha collocato tali strumenti<sup>28</sup>.

Nel 2014 i collocamenti sul mercato inglese sono stati pari 7,7 miliardi. Le operazioni sono in genere effettuate da imprese medio-grandi, sia quotate che non; la durata dei titoli varia normalmente tra i 5 e i 15 anni (può essere maggiore per i titoli utilizzati per il finanziamento di progetti infrastrutturali). L'offerta dei fondi è concentrata negli attivi di pochi grandi investitori, tipicamente di natura assicurativa. Non vi è una regolamentazione specifica, ovvero requisiti di rating, trasparenza e dimensione minima.

<sup>28</sup> Sul mercato inglese si veda Association of corporate treasurers (2012) e Breedon Report (2012).

## Francia

Il mercato francese dei collocamenti privati (denominato *Euro Private placement*, Euro PP) è nato nel 2012<sup>29</sup>. Da allora le emissioni hanno raggiunto cumulativamente i 10 miliardi; sono stati realizzati più di cento collocamenti, con un importo medio di 90 milioni di euro e una durata all'emissione tra i 5 e i 14 anni. Lo sviluppo del mercato è stato sostenuto dalla Banca di Francia e dalla Camera del commercio e dell'industria di Parigi che nel 2014 hanno promosso la pubblicazione di una Guida del mercato (Euro PP Charter<sup>30</sup>).

Lo Euro PP può essere sia un prestito sia un titolo di debito; quest'ultimo può anche essere quotato su un mercato secondario regolamentato. L'ottanta per cento degli emittenti appartengono al settore non finanziario, circa la metà sono società non quotate. La maggior parte dei collocamenti sono effettuati da grandi imprese, un quarto da "imprese di medie dimensioni"<sup>31</sup>, solo il 2 per cento da PMI (definite in base alla normativa europea). Gli investitori sono prevalentemente compagnie di assicurazione di medie e grandi dimensioni.

## Germania

Il mercato tedesco degli *Schuldschein* viene generalmente considerato un mercato di *private placement*, sebbene gli *Schuldschein* abbiano la forma contrattuale del prestito, abbiano scadenze anche relativamente brevi (tra i 2 e i 10 anni) e siano in larga parte sottoscritti da banche (in particolare banche di risparmio e banche cooperative). Lo strumento appare dunque più simile a un prestito sindacato che a un *private placement*.

Nel 2012, ultimo anno per cui si hanno informazioni, gli *Schuldschein* in essere ammontavano a circa 70 miliardi. Nell'anno vi sono state circa 100 emissioni, con importi dei singoli collocamenti compresi tra i 10 e i 500 milioni e un controvalore complessivo di 12 miliardi. Gli emittenti sono tipicamente imprese di medie e grandi dimensioni, in molti casi residenti in altri paesi europei<sup>32</sup>.

## Italia

Sulla base delle informazioni trasmesse dagli operatori alla Banca d'Italia, tra il 2012 e il 2014 i titoli obbligazionari esenti dal prospetto informativo richiesto dalla Consob per i collocamenti pubblici (una definizione che può fornire una prima approssimazione dei *private placement* italiani) sono state 235. Se consideriamo solo i titoli con una durata all'emissione superiore all'anno (per escludere le cambiali finanziarie) e quelli con un importo minimo di 300.000 euro (per escludere i collocamenti molto piccoli, spesso effettuati presso i soci dell'impresa

---

<sup>29</sup> La nascita del mercato francese viene fatta coincidere con l'emissione di Bonduelle, impresa del settore alimentare, nel settembre del 2012. L'operazione è stata gestita da Credit Agricole Assurances e l'importo (145 milioni) è stato interamente collocato presso compagnie di assicurazione. All'inizio del 2014 un gruppo di lavoro composto dai principali intermediari partecipanti al mercato ha pubblicato una guida delle best practices (Euro PP Charter).

<sup>30</sup> Fédération Bancaire Française (2014).

<sup>31</sup> Definizione della legge francese che individua le imprese con meno di 5.000 dipendenti e con un fatturato inferiore a 1,5 miliardi (o un valore dell'attivo inferiore a 2 miliardi).

<sup>32</sup> Il successo di questo strumento è in parte dovuto al fatto che esso è riportato nel bilancio degli investitori al valore di costo e non al valore di mercato; questo consente di limitarne l'impatto sulla volatilità dei bilanci degli investitori. Dal 2007, inoltre, lo *Schuldschein* è accettato dalla BCE per le operazioni di rifinanziamento.

emittente) e un miliardo di euro, il numero di emissioni è di 207, per un valore complessivo di 3,9 miliardi (tav. 1)<sup>33</sup>.

Questi collocamenti hanno un importo mediano pari a circa 3,4 milioni (il 70 per cento delle osservazioni è compreso tra 1 e 10 milioni). La durata mediana all'emissione è di circa 3 anni; oltre il 70 per cento è a tasso fisso. I titoli sono in genere non quotati (90 per cento) ed emessi da imprese di piccola e media dimensione (76 per cento). I collocamenti con prospetto, invece, hanno importi mediamente maggiori (5,8 milioni) e sono caratterizzati da una quota inferiore di titoli emessi da PMI (55 per cento).

I minibond<sup>34</sup>, introdotti nel 2012 per promuovere il mercato obbligazionario delle PMI, sono titoli emessi da imprese non quotate e generalmente collocati privatamente<sup>35</sup>. Dal 2012, anno della loro introduzione, al 2014 sono state realizzate 73 emissioni<sup>36</sup>, per un valore complessivo di 7 miliardi. L'importo medio dei minibond è significativamente inferiore a quello degli altri titoli obbligazionari (rispettivamente, 33 e 117 milioni nel 2014).

Sulla base della banca dati Dealogic<sup>37</sup>, che contiene informazioni sui mercati obbligazionari internazionali, tra il 2012 e il 2014 le imprese italiane hanno effettuato 36 collocamenti privati sui mercati esteri. In questo caso, le imprese emittenti sono prevalentemente di grandi dimensioni e l'importo dei singoli collocamenti è mediamente più elevato rispetto ai collocamenti sul mercato interno (la mediana è di circa 50 milioni).

I collocamenti privati sotto forma di prestito sono ancora sostanzialmente inesistenti<sup>38</sup>. Fino a poco tempo fa, infatti, l'erogazione diretta di credito era riservata alle banche e agli altri intermediari autorizzati (ex art. 106) e solo nel 2014, con il cosiddetto "decreto competitività", è stata estesa, per le sole imprese non finanziarie, ad assicurazioni, fondi comuni e veicoli di cartolarizzazione.

---

<sup>33</sup> Fonte Banca d'Italia e Cerved. Tale numero sovrastima il mercato effettivo perché alcune di queste emissioni sono sottoscritte da banche o da soci delle imprese emittenti e non sono in realtà assimilabili a dei *private placement* tradizionali. Sulla base delle segnalazioni delle banche, relative a 113 dei 207 titoli, si può stimare che il 7 per cento dell'ammontare emesso è stato collocato presso il settore bancario italiano.

<sup>34</sup> Il decreto legge 22 giugno 2012, n. 83, convertito dalla legge 7 agosto 2012, n. 134, ha innovato la disciplina dell'emissione di titoli di debito (cambiali finanziarie e obbligazioni) da parte di società non quotate diverse da banche e da microimprese (come definite dalla raccomandazione 2003/361/Ce). Nel caso di titoli quotati in mercati regolamentati o detenuti da investitori qualificati, la norma rimuove il limite di deducibilità degli interessi passivi, elimina l'importo massimo di titoli collocabili (ex art. 2412 c.c.) ed esenta dalla ritenuta del 20 per cento sui proventi alcune categorie di investitori (tra cui banche, società e soggetti non residenti). Per un'analisi del mercato obbligazionario italiano si veda Banca d'Italia (2014b) e Accornero e al. (2015).

<sup>35</sup> I minibond sono generalmente quotati su un segmento della Borsa Italiana (ExtraMot Pro) dedicato agli investitori istituzionali.

<sup>36</sup> Secondo le segnalazioni degli emittenti alla Banca d'Italia una parte dei minibond hanno un prospetto informativo e, quindi, non rientrano nella definizione di *private placement* usata nei paragrafi precedenti.

<sup>37</sup> La definizione di *private placement* è diversa da quella adottata nella Tavola 1. In particolare, Dealogic definisce collocamenti privati le emissioni sottoscritte da 1 o 2 investitori qualificati o indicate come *private placement* nei documenti di offerta.

<sup>38</sup> I prestiti sindacati non sono considerati *private placement* perché vengono collocati solo presso le banche. Il totale dei prestiti sindacati concessi da banche italiane a società non finanziarie era pari a circa 75 miliardi a novembre 2014, poco meno del 10 per cento dei prestiti totali a questo settore. Le imprese con meno di venti addetti che ricevono finanziamenti sotto forma di prestiti sindacati sono state pari a circa l'1 per cento del totale nella media degli ultimi due anni. Per il complesso delle imprese, l'importo medio dei finanziamenti ricevuti si aggira intorno ai 14 milioni nell'ultimo biennio.

## 4. Condizioni per lo sviluppo del mercato

Nell'area dell'euro la domanda di *private placement* da parte degli investitori istituzionali è limitata e per questo molte imprese si rivolgono al mercato statunitense, accettando costi più elevati. Emettere sul mercato statunitense è più costoso perché gli arranger internazionali non conoscono le imprese dell'area, gli investitori esteri spesso richiedono rendimenti più elevati per compensare le maggiori asimmetrie informative e le operazioni in valuta estera comportano rischi di cambio. Lo sviluppo di un mercato europeo dei *private placement* potrebbe quindi migliorare le opportunità di finanziamento delle imprese europee.

Va tuttavia tenuto presente che il mercato del *private placement*, per sua natura, ha dimensioni contenute anche nei paesi dove è più sviluppato. Negli Stati Uniti esso rappresenta appena lo 0,3 per cento del PIL. L'analisi svolta nelle sezioni precedenti mostra che i *private placement* riguardano un segmento ristretto di imprese (quelle di dimensioni medio-grandi e con un merito di credito relativamente elevato) e di investitori (quelli con sufficienti capacità di valutazione e gestione dei rischi). La quota del portafoglio allocata al *private placement* da ciascun investitore, inoltre, è generalmente molto contenuta.

Il mercato dei *private placement* non rappresenta una fonte di finanziamento sostitutiva del credito bancario o dei mercati regolamentati. Il ruolo dei *private placement* è piuttosto quello di aiutare le imprese di medie dimensioni, con progetti di investimento solidi, a crescere e, successivamente, accedere al mercato pubblico. L'esperienza dei paesi anglosassoni mostra che tra i *private placement* e il più ampio mercato obbligazionario c'è una relazione di complementarità, simile a quella tra *private equity* e mercati azionari.

L'analisi empirica mostra che le imprese che accedono al mercato obbligazionario sono di dimensione medio-grande (spesso quotate), investono e crescono in misura superiore alla media, hanno una struttura finanziaria equilibrata. Uno studio sul mercato italiano<sup>39</sup> negli ultimi 10 anni mostra che tra i non emittenti vi sono molte imprese con caratteristiche simili che in futuro potrebbero accedere al mercato. Questi potenziali emittenti beneficerebbero di un mercato dei *private placement* più sviluppato, così come di un mercato pubblico più liquido ed efficiente<sup>40</sup>.

Lo sviluppo del *private placement* in Europa e in Italia dipende da un insieme di condizioni che vengono discusse nei successivi paragrafi. Queste condizioni riguardano: la domanda degli investitori, l'accesso alle informazioni di bilancio, l'offerta di servizi legali e finanziari specializzati, l'armonizzazione della normativa e delle prassi di mercato.

### La domanda di strumenti di *private placement*

La possibilità delle imprese di collocare privatamente strumenti di debito dipende dalla presenza di investitori non bancari interessati a investire in tali attività: il mercato europeo è in parte ostacolato da una domanda insufficiente, come segnalato dalla rilevante partecipazione degli

---

<sup>39</sup> Accornero e al. (2015).

<sup>40</sup> Pre-condizioni per l'accesso al mercato da parte di queste imprese sono un bilancio solido e buone prospettive di redditività. Tali condizioni sono l'obiettivo prioritario delle politiche macroeconomiche di ciascun paese e sono politiche indispensabili anche per lo sviluppo del mercato obbligazionario.

emittenti europei al mercato statunitense e dagli scarsi investimenti in titoli delle imprese da parte degli intermediari non bancari.

In Italia, in particolare, la domanda risente del limitato sviluppo dell'industria del risparmio gestito, soprattutto nel comparto assicurativo e previdenziale (fig. 6)<sup>41</sup>. Un ulteriore fattore è rappresentato dallo scarso interesse degli investitori per strumenti di investimento non tradizionali (fig. 7). Nei portafogli degli investitori istituzionali italiani, ad esempio, i titoli non quotati sono pressoché assenti. Le recenti modifiche normative sugli investimenti delle compagnie di assicurazione e dei fondi comuni<sup>42</sup> hanno eliminato alcuni vincoli regolamentari; è tuttavia difficile che essi possano avere effetti significativi nel breve termine. La maggior parte degli investitori istituzionali italiani non è infatti attrezzata a valutare e gestire i rischi associati con queste forme di investimento, caratterizzate da scarsa liquidità e rischi elevati. Gli investimenti meno liquidi possono essere penalizzati anche dalla nuova normativa prudenziale europea per il settore assicurativo (Solvency II), in base alla quale a partire dal 2016 i requisiti di capitale dovranno essere calcolati in relazione alla rischiosità degli attivi.

Un fattore che può favorire l'acquisizione delle competenze necessarie per operare in questo mercato è la crescita dimensionale degli intermediari non bancari<sup>43</sup>. L'attività di investimento in strumenti finanziari complessi è infatti caratterizzata da economie di scala: gli investimenti in *private placement* richiedono l'allocazione di risorse rilevanti per dotarsi di strutture dedicate all'analisi finanziaria e al controllo dei rischi. L'importanza delle economie di scala si riflette nel fatto che anche nei paesi dove il mercato è più sviluppato la domanda di *private placement* è concentrata nei portafogli degli intermediari di maggiori dimensioni.

Un'alternativa alla crescita dimensionale degli intermediari è che essi sviluppino forme di collaborazione o creino fondi specializzati in cui aggregare parte delle proprie risorse finanziarie<sup>44</sup>. In linea con le recenti modifiche normative, alcune SGR hanno istituito fondi chiusi che investono in titoli non quotati e prestati alle imprese; il Fondo italiano d'investimento ha recentemente costituito un fondo di fondi dedicato a strumenti di debito, quotati e non, emessi da imprese di

---

<sup>41</sup> Alla fine del 2013 le attività gestite dagli investitori istituzionali italiani costituivano il 62 per cento del PIL, contro l'84 per cento in Germania, il 95 in Francia, il 147 negli Stati Uniti e il 177 nel Regno Unito. Per un'analisi dell'industria del risparmio gestito in Italia si veda il capitolo *Le attività degli investitori istituzionali* in Banca d'Italia, 2014a); per un approfondimento dei problemi connessi con lo sviluppo della previdenza complementare in Italia e degli investimenti dei fondi pensione in titoli del settore privato si veda Momigliano (2014).

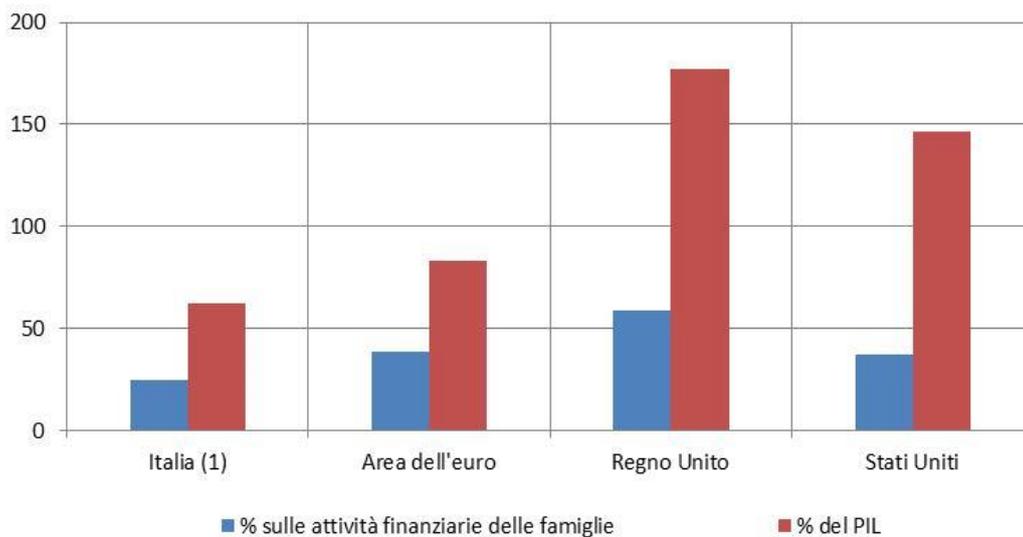
<sup>42</sup> Nel dicembre 2013, il decreto "destinazione Italia" e il successivo regolamento dell'IVASS hanno ampliato le tipologie di investimento ammissibili tra gli investimenti a copertura delle riserve tecniche delle compagnie di assicurazione. Nel giugno del 2014, il decreto "competitività" ha consentito ad assicurazioni, fondi comuni e società veicolo, sotto specifiche condizioni, di erogare direttamente credito alle imprese. Per un'analisi dei problemi connessi con il finanziamento delle imprese e delle politiche adottate in Italia negli ultimi anni si veda Panetta (2014 e 2015) e Gobbi (2013 e 2014).

<sup>43</sup> Questo problema riguarda soprattutto l'industria dei fondi pensione. Il livello di frammentazione del settore previdenziale è elevato: alla fine del 2012 in Italia operavano 535 fondi pensione (inclusi 76 piani pensionistici individuali); il patrimonio medio dei comparti era pari a 270 milioni per i fondi negoziali, a 38 per i fondi aperti. Le compagnie assicurative italiane non hanno invece dimensioni molto diverse da quelle degli altri paesi europei. Alla fine del 2011 il valore mediano degli attivi dei gruppi assicurativi italiani era 4,2 miliardi nel ramo vita e 502 milioni nel ramo danni; in Germania i corrispondenti valori erano 5,3 miliardi e 308 milioni, in Francia 7,6 miliardi e 977 milioni (si veda il capitolo *L'attività degli investitori istituzionali* in Banca d'Italia, 2013).

<sup>44</sup> Sul ruolo dei fondi di credito si veda EIF (2013). Una forma di collaborazione tra fondi pensione è, ad esempio, la Pension Infrastructure Platform, un veicolo promosso dal Governo inglese a cui partecipano i singoli fondi e che investe in attività di lungo termine e in infrastrutture.

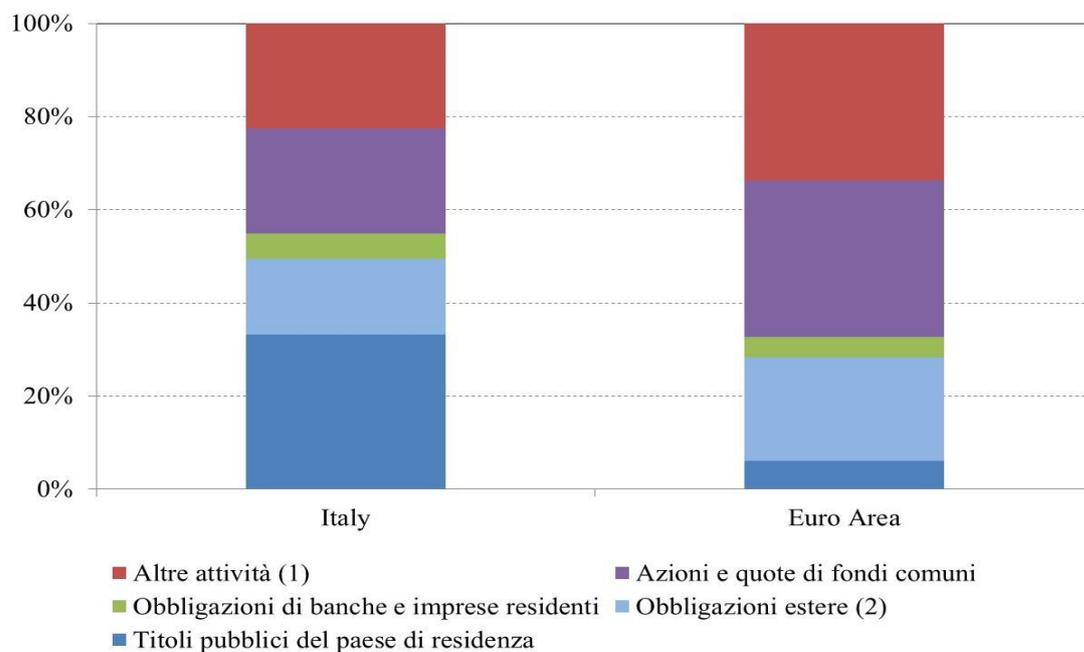
piccola e media dimensione. Questi fondi potranno aiutare gli investitori istituzionali a valutare e sezionare le opportunità di investimento e a gestire i rischi di credito e di liquidità che caratterizzano i *private placement*. L'attività di questi veicoli, tuttavia, non ha al momento raggiunto una dimensione significativa.

**Figura 6: Investitori istituzionali: incidenza del patrimonio sulle attività finanziarie delle famiglie e sul PIL (valori percentuali)**



Fonte: Banca d'Italia, BCE, OCSE, Bureau of Economic Analysis e Federal Reserve.  
 (1) Solo per l'Italia i dati includono le gestioni patrimoniali individuali.

**Figura 7: Composizione delle attività degli investitori istituzionali**



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Depositi, prestiti, derivati, attività immobiliari e altri attivi finanziari. (2) Titoli pubblici e del settore privato.

## Caratteristiche degli emittenti

Le imprese che accedono al mercato dei *private placement* sono generalmente imprese di medie e grandi dimensioni e con un rischio di credito contenuto. Le imprese molto piccole e/o molto rischiose non possono finanziarsi sul mercato dei *private placement* perché i costi di emissione sarebbero troppo elevati e/o gli investitori richiederebbero condizioni proibitive. La dimensione contenuta delle imprese europee (le microimprese rappresentano circa il 92 per cento del totale) rappresenta dunque un ostacolo rilevante allo sviluppo del mercato dei *private placement*.

Un modo per attenuare il problema dell'opacità delle imprese, spesso correlato con quello della dimensione, è di promuovere l'accesso degli investitori alle informazioni di bilancio e sulla qualità del credito. Tra le possibili iniziative vi sono: (i) l'armonizzazione delle centrali dei rischi nazionali o l'eventuale varo di una centrale dei rischi europea; (ii) la ricerca di un maggiore grado di standardizzazione e di trasparenza delle informazioni sulle PMI, (iii) la creazione di un banca dati europea che raccolga e armonizzi le principali informazioni di bilancio delle imprese, in particolare quelle di minore dimensione. È tuttavia difficile che tali interventi possano essere risolutivi per le imprese più piccole, che dovrebbero comunque continuare ad affidarsi ai prestiti bancari.

## Servizi connessi e infrastrutture

Le esperienze degli altri paesi mostrano che un ruolo cruciale per lo sviluppo del mercato è svolto dagli *arranger*, intermediari che individuano i potenziali investitori e assistono gli emittenti nella fase di offerta. Tale ruolo è svolto essenzialmente dalle banche che hanno già rapporti di finanziamento con le imprese emittenti. In Europa, un ostacolo al mercato dei *private placement* è rappresentato dal fatto che il modello di business delle banche è ancora prevalentemente incentrato sull'erogazione diretta di credito.

Il mercato dei *private placement* necessita anche di altri servizi: ad esempio, i servizi forniti dagli studi legali (per la scrittura dei contratti), i servizi di informazione (per la trasparenza dei bilanci)<sup>45</sup> e i servizi di analisi finanziaria (per la valutazione dei rischi).

## Normativa e prassi di investimento

Per creare un mercato sufficientemente ampio e liquido e per attirare l'interesse degli investitori internazionali è necessario armonizzare prassi di investimento e normative a livello europeo. La frammentazione moltiplica infatti i costi fissi di adeguamento alla regolamentazione e quelli connessi con la definizione del contratto. Negli ultimi anni sono state intraprese numerose iniziative a livello europeo, sia pubbliche sia private, che intendono promuovere la standardizzazione della documentazione e la creazione di un ambiente regolamentare armonizzato.

La Commissione europea ha incluso lo sviluppo di un mercato europeo dei collocamenti privati tra le iniziative utili a promuovere fonti di finanziamento alternative al credito bancario (si veda i Green Paper del 2013 e del 2015 e le Comunicazioni di marzo e novembre 2014<sup>46</sup>). Anche il

---

<sup>45</sup> Tra questi servizi, si segnala, in particolare, la creazione di basi dati armonizzate, servizi di rating, produzione di benchmark e indici di performance.

<sup>46</sup> Commissione europea (2013, 2014<sup>o</sup>, 2014b, 2015). Per un'analisi delle iniziative a livello internazionale per favorire il finanziamento di lungo periodo dell'economia si veda Grande e Guazzarotti (2014).

Consiglio europeo, nelle conclusioni dell'incontro dello scorso dicembre, ha individuato nello sviluppo di un mercato europeo dei *private placement* un importante strumento per il conseguimento della Capital Markets Union.

Nel 2014 la Commissione ha condotto una prima analisi delle diverse esperienze nazionali e nel 2015 valuterà l'opportunità di intraprendere iniziative regolamentari comuni, anche tenuto conto degli sviluppi delle iniziative del settore privato. Lo scorso febbraio ha pubblicato un Green Paper<sup>47</sup> sullo stesso tema. Accanto allo sviluppo del mercato dei *private placement*, la commissione indica altre linee di azione considerate prioritarie nel breve periodo: i) l'armonizzazione delle regole contabili e la produzione di informazioni standardizzate sulla qualità creditizia delle PMI (si veda il paragrafo precedente), ii) la definizione di un quadro regolamentare unitario e coerente per i diversi strumenti di cartolarizzazione, iii) la revisione della direttiva sul prospetto per ridurre gli oneri amministrativi per le imprese che intendono quotare i propri titoli in mercati non regolamentati, iv) misure per sostenere la diffusione dei fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF).

Un aspetto importante della normativa rispetto all'obiettivo di sostenere la diffusione dei *private placement* è l'adeguatezza dei requisiti di capitale e degli standard contabili. Ad esempio, i requisiti di capitale potrebbero penalizzare eccessivamente alcune tipologie di investimento e potrebbero essere rivisti senza comprometterne le finalità prudenziali. Analogamente, le regole contabili potrebbero avere effetti negativi sugli incentivi degli investitori; in particolare, il principio di valutazione al *fair value* potrebbe indurre gli investitori a sostituire attività più rischiose con attività meno rischiose al fine di ridurre la volatilità dei valori di bilancio. La Commissione è fortemente impegnata anche su questi fronti.

La mancanza di una documentazione standard è il principale freno percepito dagli operatori allo sviluppo del mercato. Tra le iniziative private volte a promuovere l'armonizzazione dei mercati, all'inizio del 2014 la Loan Market Association ha pubblicato una documentazione standard per i collocamenti privati basata sul diritto inglese. Analogamente, lo Euro PP Working Group ha prodotto una documentazione standard per il mercato francese che fa seguito a una guida pubblicata nel 2014 (*French Charter for Euro Private Placements*)<sup>48</sup>. Partendo dal documento francese, il Pan European *Private placement* Working Group (PEPP WG)<sup>49</sup> ha pubblicato nel febbraio del 2015 una guida delle migliori prassi del mercato europeo (si veda il riquadro: *Il Pan European Corporate Private Placement Market Guide*). La Guida del PEPP WG e le documentazioni contrattuali si basano su schemi sufficientemente generali e, in particolare, ammettono sia la forma del prestito sia quella del titolo. Esse andrebbero adeguate alle esigenze dei singoli paesi e diffuse tra le imprese e gli operatori del mercato. Laddove in alcune giurisdizioni emergessero ostacoli di natura regolamentare, andrebbe valutato se tali vincoli siano effettivamente giustificati dalle finalità della normativa.

---

<sup>47</sup> Commissione europea (2015).

<sup>48</sup> Fédération Bancaire Française (2014).

<sup>49</sup> L'iniziativa è descritta in ICMA (2014). Al gruppo di lavoro partecipano, tra l'altro, l'International Capital Markets Association (ICMA), l'Association for Financial Markets in Europe (AFME), il French Euro PP Working Group, la Loan Market Association.

## La Pan European Corporate Private Placement Market Guide

Il Pan-European Private Placement Working Group (PEPP WG) è un gruppo di lavoro a cui partecipano istituzioni finanziarie europee, associazioni di categoria, società di rating e studi legali internazionali. Il gruppo è coordinato dall'International Capital Market Association (ICMA) e ha lo scopo di promuovere lo sviluppo di un mercato europeo dei *private placement*. Nel febbraio 2015 il PEPP WG ha pubblicato una guida contenente le *best practices* per il mercato europeo (Pan European Corporate Private Placement Market Guide).

La guida descrive la documentazione necessaria per l'emissione di un *private placement* e le principali fasi del processo di emissione (fig. 8). Il processo inizia con una *lettera di engagement* che costituisce il contratto con cui l'impresa nomina l'*arranger* e ne definisce le responsabilità; il contratto contiene un *accordo di non-disclosure* con il quale l'*arranger* si impegna a non diffondere le informazioni ricevute dall'emittente. Sottoscritto l'accordo, l'impresa emittente e l'*arranger* stilano un *information memorandum*, che contiene i bilanci consolidati dell'impresa relativi almeno ai due anni precedenti e un quadro riassuntivo degli assetti proprietari, della struttura di governance e dell'indebitamento dell'impresa; questo documento viene utilizzato dall'*arranger* per contattare i potenziali investitori. Una volta che l'*arranger* ha selezionato gli investitori, gli amministratori dell'impresa e i rappresentanti degli investitori si incontrano per discutere le caratteristiche del contratto, in parte elencate dalla Guida. Il coinvolgimento dell'investitore nella stesura dei termini del contratto è uno degli aspetti che caratterizza il processo di collocamento di un *private placement* rispetto a un collocamento pubblico. Il risultato della negoziazione viene riassunto in un *term sheet*, in base al quale ogni investitore comunica all'impresa e all'*arranger* le condizioni alle quali è disposta a sottoscrivere il finanziamento, come ad esempio l'ammontare del prestito, la durata e il tasso di interesse. Sulla base di tale proposta, l'impresa e l'*arranger* selezionano un sottogruppo di investitori con cui continuare le trattative. Una volta raggiunto l'accordo ed erogato il credito, l'impresa fornisce periodicamente all'investitore le informazioni indicate nel contratto. La Guida specifica che l'investitore non delega all'*arranger* la due diligence e il monitoring del contratto, sottolineando in questo modo come l'investitore debba essere in grado di valutare e gestire autonomamente il rapporto di finanziamento.

**Figura 8: Le principali fasi e i documenti di un *private placement* secondo la Pan European Corporate Private Placement Market Guide**

### **Fase preliminare.**

1 – **Lettera di Engagement**: il contratto di agenzia con cui l'impresa incarica l'arranger di cercare potenziali investitori e curare l'emissione del private placement

2 – **Information Memorandum (IM)**: un documento redatto da impresa e Arranger in cui vengono riportate le principali informazioni circa l'impresa e la sua attività. L'IM deve contenere: i) i bilanci consolidati dell'impresa per almeno i due anni precedenti; ii) un quadro riassuntivo degli assetti proprietari, della struttura di governance, del business e delle struttura finanziaria dell'impresa.

### **Marketing.**

3 – **Incontri preparatori**: il senior management dell'impresa e degli investitori selezionati dall'arranger si incontrano per discutere: i) covenants; ii) altre informazioni necessarie all'investitore per erogare il credito; iii) status del private placement rispetto ad altri debiti già ottenuti dall'impresa; iv) obblighi delle parti durante il rapporto di finanziamento; v) eventuali condizioni per l'estinzione anticipata del debito; vi) clausole in caso di default.

4 – **Term sheet**: un documento contenente il risultato delle negoziazioni tra impresa e investitori.

### **Fase di chiusura.**

5 – **Accordi**: ogni investitore comunica all'impresa e all'arranger le condizioni alle quali è disposto a sottoscrivere il finanziamento, quali l'ammontare del prestito, la durata e il tasso di interesse. Sulla base di tale proposta l'impresa e l'arranger possono selezionare un sottogruppo di investitori con cui continuare le trattative.

6 – **Firma degli accordi ed erogazione del credito**: la durata indicativa dell'intero processo è di circa 10 settimane.

## Riferimenti bibliografici

- Accornero M., P. Finaldi Russo, G. Guazzarotti e V. Nigro (2015), “First-time corporate bond issuers in Italy”, Quaderni di Economia e finanza, Banca d’Italia.
- Association of corporate treasurers (2012), “PP15+ working group on developing a UK Private Placement market”, Interim report, London, December 2012.
- Banca d’Italia (2013), Relazione annuale.
- Banca d’Italia (2014a), Relazione annuale.
- Banca d’Italia (2014b), Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 2, novembre.
- Beltratti A., J. Bock, R. Jewsikow e G. Nelson (2014), “BDC - The most important commercial lenders you've never heard about”, Working Paper.
- Berger A.N., L.F. Klapper e G.F. Udell (2001), “The ability of banks to lend to informationally opaque firms”, Journal of Banking and Finance 25, 2127-2167.
- Blackwell D.W., D.S. Kidwell (1988), “An investigation of cost differences between public sales and private placements of debt”, Journal of Financial Economics 22, 253-278.
- Breedon Report (2012), “Boosting finance-options for business”, Report of industry-led working group on alternative debt markets, marzo 2012.
- Carey M., S. Prowse, J. Rea e G. Udell (1993), “The economics of the private placement market”, The Federal Reserve Board of Governors Staff Studies 166.
- Carleton W.T. e S.H. Kwan (2010), “Financial Contracting and the Choice between Private Placement and Publicly Offered Bonds”, Journal of Money, Credit and Banking 42(5), 907-929.
- Citigroup (2014), “Capital Markets Review 2015”.
- Commissione europea (2013), “Green Paper on Long-Term Financing of the European Economy”, COM(2013) 150, marzo 2013.
- Commissione europea (2014), “Long-Term Financing of the European Economy”, COM(2014) 168, marzo 2014.
- Commissione europea (2014), “An investment plan for Europe”, COM(2014) 903, novembre 2014.
- Commissione europea (2014), “Green Paper on Building a Capital Markets Union”, COM(2015) 63, febbraio 2015.
- Dell’Ariccia Marquez (2004), “Information and bank credit allocation”, Journal of Financial Economics 72(1), 185-214.
- Denis D.J. e V.T. Mihov (2003), “The choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt: evidence from new corporate borrowings”, Journal of Financial Economics 70, 3-28.

- EIF (2014), “Institutional non-bank lending and the role of debt funds”.
- Fédération Bancaire Française (2014), “Charter for Euro Private Placements (Euro PP)”, marzo 2014.
- Fenn, G. W. e R. A. Cole (1994), “Announcements of asset-quality problems and contagion effects in the life insurance industry”, *Journal of Financial Economics* 35(2), 181-198.
- Gobbi G. (2013), “Audizione nell’ambito dell’indagine conoscitiva sugli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali, Testimonianza di Giorgio Gobbi”, Camera dei Deputati, 16 ottobre 2013.
- Gobbi G. (2014), “Audizione nell’ambito dell’esame del disegno di legge n. 1541, concernente la conversione in legge del decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91”, Senato della Repubblica, 9 luglio 2014.
- Grande G. e G. Guazzarotti (2014), “Il finanziamento degli investimenti a lungo termine”, Banca d’Italia, Quaderni di Economia e finanza, n. 238, settembre 2014.
- ICMA (2007), “Call for evidence regarding private placement regimes in the EU”.
- ICMA (2014), “Quarterly Report”.
- ICMA (2015), “Pan European Corporate Private Placement Market Guide”, febbraio 2015.
- IMF Staff Studies (1993), “The economics of private placements”.
- Kim M., D. Kliger e B. Vale (2003), “Estimating switching costs: the case of banking”, *Journal of Financial Intermediation* 12, 25-56.
- Klemperer, P. (1987), “Markets with consumer switching costs”, *Quarterly Journal of Economics*, 102, 375-394.
- OECD (2014), “Non-bank debt financing for SMEs: The role of securitisation, private placements and bonds”, *OECD Journal of Financial Markets Trends*, Vol. 2014/1.
- Momigliano (2014) “Audizione nell’ambito dell’indagine conoscitiva sulla funzionalità del sistema previdenziale pubblico e privato”, Camera dei Deputati, 11 giugno 2014.
- Panetta F. (2014), “Un sistema finanziario per la crescita”, intervento alla conferenza “Il risparmio degli italiani è al sostegno della crescita?”, The Adam Smith Society, Milano, gennaio 2014.
- Panetta F. (2014), “Crescita economica e finanziamento delle imprese”, intervento alla conferenza “L’Italia fuori dalla crisi nel 2015?”, Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari, gennaio 2015.
- Sharpe (1990), “Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: A Stylized Model of Costumer Relaship” *Journal of Finance* 45(4), 1069-1087.

Shapiro E. e C. Wolf (1972), “The role of private placements in corporate finance”, Harvard University.

Szewczyk, S. H., R. Varma (1991), “Raising Capital with Private Placements of Debt,” *Journal of Financial Research*, 14, 1–13.