

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 Grippo 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

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. ■