

Il mercato dei prestiti sindacati: struttura, sviluppo e implicazioni¹

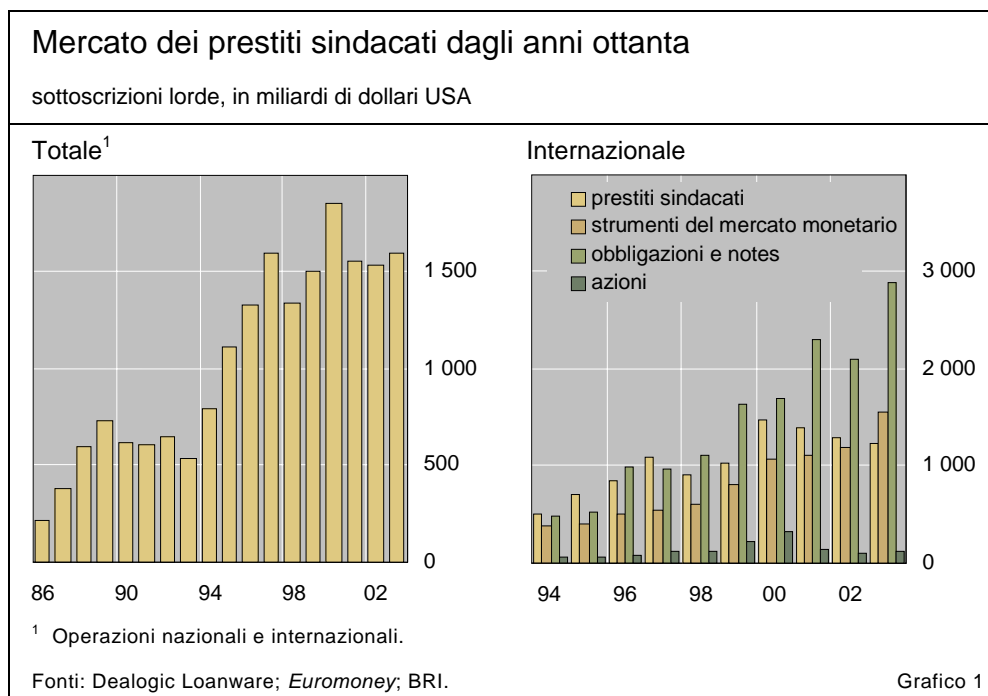
Il mercato dei prestiti sindacati consente una più efficiente ripartizione del rischio a livello geografico e istituzionale. Le grandi banche statunitensi ed europee allestiscono prestiti per i prenditori dei mercati emergenti e li allocano alle banche locali. Gli istituti dell'area dell'euro hanno accresciuto l'attività paneuropea e reperito finanziamenti al di fuori dell'area.

Classificazione JEL: G100, G200

I prestiti sindacati sono crediti concessi da un gruppo di banche a un mutuatario. Si tratta di strumenti ibridi che combinano caratteristiche tipiche del rapporto creditizio banca-cliente e altre proprie di un debito negoziato sul mercato. Essi consentono la ripartizione del rischio di credito tra diverse istituzioni finanziarie, senza comportare gli oneri di informativa e di commercializzazione cui sono sottoposti gli emittenti di obbligazioni. I prestiti sindacati sono una fonte di finanziamento internazionale assai rilevante: le sottoscrizioni di facilitazioni di questo tipo rappresentano non meno di un terzo del finanziamento internazionale totale, comprese le emissioni di titoli obbligazionari, azionari e di commercial paper (grafico 1).

Il presente saggio monografico fornisce un quadro storico dello sviluppo di questo mercato sempre più globale e ne descrive il funzionamento, soffermandosi su operatori, meccanismi di formazione dei prezzi, organizzazione dei prestiti nel mercato primario e negoziazione sul mercato secondario. Ne viene inoltre valutato il grado di integrazione geografica. Dai risultati emerge che in genere le grandi banche statunitensi ed europee allestiscono prestiti per i mutuatari dei mercati emergenti e li allocano alle banche locali. Gli istituti bancari dell'area dell'euro sembrano aver accresciuto l'attività di credito paneuropea e aver reperito fondi al di fuori dell'area.

¹ Le opinioni espresse in questo articolo sono quelle dell'autore e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI. L'autore desidera ringraziare Claudio Borio, Már Gudmundsson, Eli Remolona e Kostas Tsatsaronis per gli utili commenti, Denis Pêtre per il supporto nella programmazione e Angelika Donaubauer per la preziosa assistenza nella ricerca.



Sviluppo del mercato

L'evoluzione del mercato dei prestiti sindacati può essere suddivisa in tre fasi. Questo tipo di attività creditizia ha cominciato a svilupparsi negli anni settanta, ed era inizialmente riservata a soggetti sovrani. Alla vigilia dell'inadempienza sovrana del Messico nel 1982, i prestiti sindacati costituivano la maggior parte del debito dei paesi in via di sviluppo. Le difficoltà di pagamento incontrate negli anni ottanta da molti prenditori delle economie emergenti hanno portato alla ristrutturazione del debito messicano in obbligazioni Brady nel 1989. Tale processo di conversione ha spinto i mutuatari di queste economie verso il finanziamento obbligazionario, con una conseguente flessione dell'attività di prestito sindacato. Dagli inizi degli anni novanta, tuttavia, essa ha acquisito nuovo slancio, diventando progressivamente il principale mercato per il finanziamento delle imprese negli Stati Uniti e, alla fine del decennio, la principale fonte di reddito per i prestatori (Madan et al., 1999).

Inizialmente
destinati ai soli
soggetti sovrani ...

Durante la prima fase di espansione, tra il 1971 e il 1982, i prestiti sindacati a medio termine furono ampiamente utilizzati per incanalare capitale estero ai paesi in via di sviluppo in Africa, Asia e soprattutto America latina, consentendo alle istituzioni finanziarie minori di acquisire esposizioni verso i mercati emergenti senza dover stabilire una presenza in loco. I prestiti a questi mutuatari passarono dagli esigui importi dei primi anni settanta a \$46 miliardi nel 1982, spiazzando gradualmente i crediti bilaterali.

L'attività creditizia subì una brusca battuta d'arresto nell'agosto del 1982, dopo che il Messico sospese i pagamenti degli interessi sul proprio debito sovrano, seguito a breve da altri paesi tra cui Brasile, Argentina, Venezuela e Filippine. I volumi di prestito toccarono il livello minimo nel 1985, a \$9 miliardi. Nel 1987 Citibank svalutò gran parte dei propri crediti ai mercati emergenti e diverse grandi banche statunitensi fecero altrettanto. Questi avvenimenti

furono all'origine della negoziazione di un piano, ideato dal Segretario al Tesoro USA Nicholas Brady, in base al quale i creditori scambiarono i prestiti sindacati verso i mercati emergenti contro obbligazioni dette appunto "Brady", i cui pagamenti in conto interesse e capitale erano variamente garantiti da titoli del Tesoro statunitense.

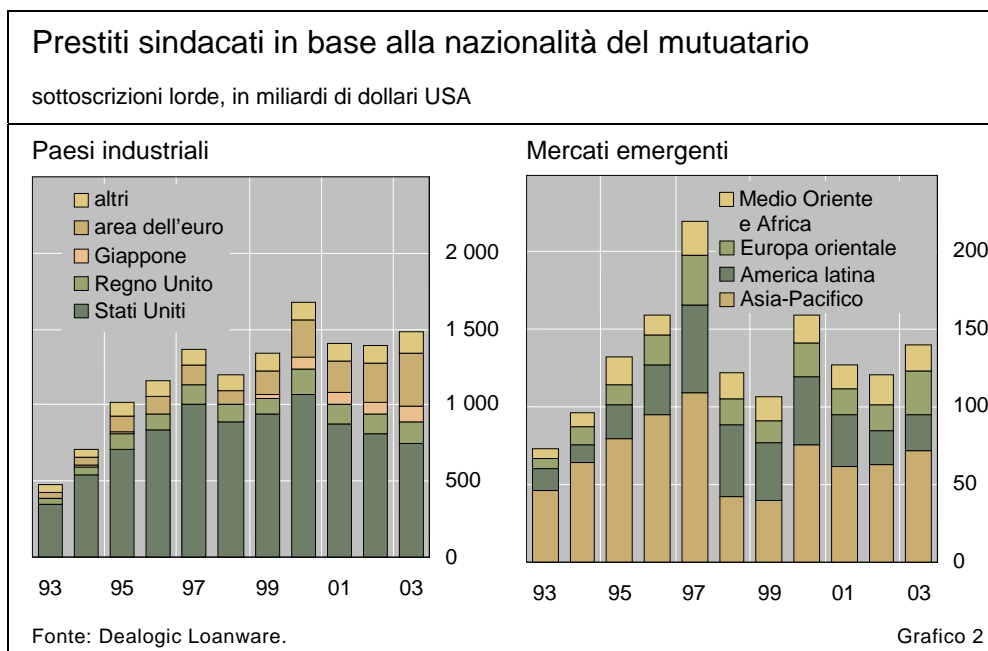
Il piano Brady fornì nuovo impeto al mercato dei prestiti sindacati. Agli inizi degli anni novanta le banche – che in occasione della crisi del debito avevano subito ingenti perdite – iniziarono ad applicare a queste operazioni sistemi più sofisticati di valutazione del rischio (basati in parte su tecniche inizialmente elaborate per le obbligazioni societarie). Cominciarono altresì a utilizzare maggiormente clausole contrattuali (cd. "covenant") che collegano esplicitamente il prezzo a eventi societari quali variazioni di rating e servizio del debito. Contemporaneamente, aumentarono i dati a disposizione sulla performance dei prestiti, e ciò contribuì allo sviluppo di un mercato secondario che gradualmente attrasse istituzioni finanziarie non bancarie, come fondi pensione e compagnie di assicurazione. Infine, il ricorso a garanzie e a operazioni non finanziate di trasferimento del rischio², quali la cartolarizzazione sintetica, ha consentito alle banche di acquistare protezione contro il rischio di credito pur mantenendo i prestiti in bilancio. L'avvento di queste nuove tecniche di gestione del rischio ha ampliato il novero di istituzioni finanziarie attive in questo mercato, estendendolo a quelle che si trovavano impossibilitate a parteciparvi a causa dei massimali e delle strategie di fido interni. In parte, i creditori hanno considerato i prestiti sindacati come un prodotto di richiamo ("loss-leader") per vendere servizi più lucrativi di "investment banking" o di altro tipo. E, cosa ancora più importante, oltre ai mutuatari dei mercati emergenti hanno cominciato a interessarsi ai prestiti sindacati anche le imprese dei paesi industrializzati, che vi hanno visto un'utile e flessibile fonte di credito, cui poter attingere in tempi rapidi a integrazione di altre fonti di finanziamento esterno quali azioni o obbligazioni.

Questi sviluppi hanno fatto sì che i prestiti sindacati siano notevolmente cresciuti dagli inizi degli anni novanta a oggi. Le sottoscrizioni di nuovi prestiti – inclusi quelli sull'interno – erano pari a \$1,6 trilioni nel 2003, più che triplicate rispetto al 1993. A questa forma di finanziamento ricorrono i prenditori sia dei mercati emergenti che dei paesi industrializzati: i primi rappresentano il 16% del totale, mentre la parte restante è attribuibile in uguale misura a mutuatari di Stati Uniti ed Europa occidentale (grafico 2). In base agli stessi dati, i prestiti consorziali concorrono a una quota solo modesta – ma in crescita – dell'attività di credito interna complessiva in Giappone, non da ultimo per la tradizionale importanza delle "banche principali" per le imprese.

... negli ultimi anni i prestiti sindacati hanno registrato un boom

L'attività globale è trainata dai mutuatari di Stati Uniti ed Europa occidentale

² In un'operazione non finanziata di trasferimento del rischio, quale un credit default swap, il soggetto che si assume il rischio ("risk-taker") non fornisce alcun finanziamento iniziale ma deve far fronte a obbligazioni che dipendono dall'evoluzione del merito di credito del mutuatario.



I prestiti sindacati sono pertanto divenuti una fonte di finanziamento molto importante. Essi rappresentano circa un terzo dell'insieme del credito internazionale³, incluse le emissioni di obbligazioni, commercial paper e titoli azionari. Sul volume complessivo dei prestiti sindacati, le operazioni per fusioni, acquisizioni e "buyout" erano pari al 13% nel 2003, contro il 7% del 1993. In seguito a un'ondata di privatizzazioni, le banche, le società di servizi di pubblica utilità, le imprese di trasporti e le imprese minerarie⁴ hanno iniziato a prendere il posto dei mutuatari sovrani in qualità di principali prenditori nei mercati emergenti (Robinson, 1996)⁵.

Un ibrido tra rapporto di clientela e disintermediazione creditizia

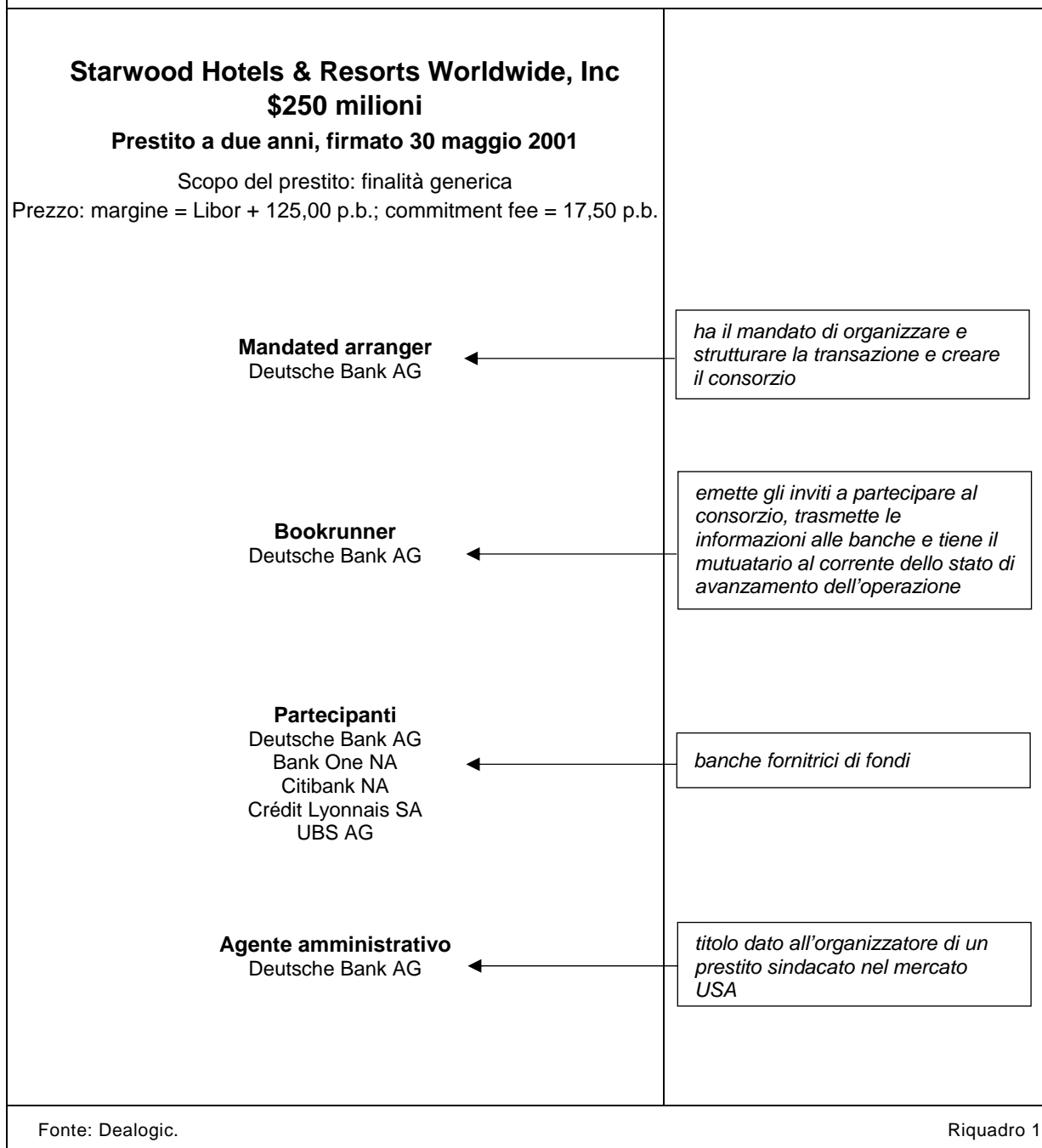
In un prestito sindacato due o più banche si accordano per erogare un prestito a un mutuatario. A ogni membro del consorzio fa capo un credito separato nei confronti del debitore, sebbene il contratto di prestito sia unico. I creditori possono essere suddivisi in due gruppi. Il primo è quello delle banche al vertice del consorzio, capeggiate da uno o più istituti che di norma ricoprono i ruoli di "mandated arranger", "arranger", "lead manager" o

³ Nelle statistiche della BRI viene classificato come internazionale un prestito in cui almeno un membro del sindacato ha nazionalità diversa dal debitore.

⁴ I prestiti sindacati sono ampiamente utilizzati per finanziare progetti in questi settori, nei paesi sia emergenti che industrializzati. L'ultimo saggio monografico all'interno di questa *Rassegna trimestrale* studia la natura del rischio di credito nel "project finance".

⁵ È interessante notare come durante la maggior parte degli anni novanta siano state accordate linee di credito con scadenze più lunghe (cinque anni in media) ai mutuatari dei mercati emergenti che non a quelli dei paesi industrializzati (tre-quattro anni).

Esempio di una semplice struttura consorziale



“agente”⁶. Esse ricevono dal prestatore l’incarico di costituire un sindacato di istituti disposti a fornire fondi ai termini specificati nel contratto di prestito. Il sindacato viene formato attorno alle banche “arranger” – spesso quelle che intrattengono un rapporto di clientela consolidato con il debitore – le quali conservano una quota del prestito e si occupano di contattare le banche che

⁶ Questi ruoli, qui enumerati in ordine decrescente di importanza, comportano una partecipazione attiva nella scelta della composizione del sindacato, nella negoziazione del prezzo e nell’amministrazione della linea di credito.

formeranno la base del consorzio. Queste agiscono generalmente in veste di “manager” o di “partecipanti” e rappresentano il secondo gruppo di creditori. Il loro numero e la loro identità possono variare in base alle dimensioni, alla complessità e al prezzo del prestito, nonché alla propensione del debitore ad ampliare la gamma delle proprie relazioni bancarie.

Pertanto, i crediti sindacati si situano a metà strada tra il rapporto di clientela e la disintermediazione creditizia (Dennis e Mullineaux, 2000). Il precedente riquadro 1 mostra, in ordine decrescente di importanza, le banche che formavano la semplice struttura consorziale costituita in occasione di un prestito a Starwood Hotels & Resorts Worldwide, Inc nel 2001.

Le ragioni che spingono una banca a organizzare un sindacato possono essere molteplici. Può trattarsi di un mezzo per evitare esposizioni eccessive verso un singolo affidato, in conformità con i limiti regolamentari di concentrazione dei rischi, e mantenere al tempo stesso la relazione di clientela. Può inoltre essere un sistema per ricevere commissioni, diversificando le fonti di reddito. Fondamentalmente, l'organizzazione di un prestito sindacato permette a una banca di soddisfare la domanda di credito dei prenditori senza dover sostenere da sola i rischi di mercato e di credito.

Per le banche semplici partecipanti, un prestito consorziale può risultare vantaggioso per diversi motivi. Esse potrebbero infatti non essere in grado di allestire transazioni di un certo tipo, in determinate aree geografiche o settori, oppure essere semplicemente motivate dal proposito di ridurre i costi di “origination”. Inoltre, sebbene queste banche non percepiscano commissioni ma soltanto interessi, esse possono sperare che il cliente le ricompensi più tardi affidando loro incarichi più redditizi, come quelli di gestione della tesoreria, di “corporate finance” o di consulenza (Allen, 1990)⁷.

Uno strumento ibrido ...

... con banche organizzatrici al vertice e banche partecipanti alla base

Struttura dei prezzi: margini e commissioni

Oltre a lucrare uno spread rispetto a un tasso variabile di riferimento (di norma il Libor) sulla quota utilizzata del prestito, le banche del sindacato ricevono varie commissioni (Allen, 1990; tabella 1). La banca organizzatrice⁸ e altre banche capofila incassano di norma una sorta di commissione iniziale per l'allestimento dell'operazione, spesso denominata *praecipium* o *arrangement fee*. Analogamente, le banche sottoscrittrici percepiscono una *underwriting fee* per l'impegno a garantire la disponibilità dei fondi. Altri partecipanti (per lo meno quelli a livello di “manager” e “co-manager”) possono ricevere una *participation fee*, il cui ammontare effettivo dipende in genere dai fondi offerti. I membri di rango inferiore all'interno del sindacato guadagnano di norma solo

I prestatori ricevono commissioni in base al loro ruolo nel sindacato ...

... come remunerazione per i servizi offerti ...

⁷ Nella pratica, tuttavia, ciò non avviene sistematicamente. L'esperienza negli Stati Uniti indica anzi che proprio per questa ragione gli operatori minori si sono recentemente ritirati dal mercato e hanno smesso di utilizzare i prestiti sindacati come prodotti “loss-leader”.

⁸ A questo proposito va ricordato che una stessa banca può ricoprire vari ruoli all'interno del sindacato. Ad esempio, la banca organizzatrice può agire anche da sottoscrittrice e/o allocarsi una quota modesta del prestito, figurando così fra le partecipanti alla base del consorzio.

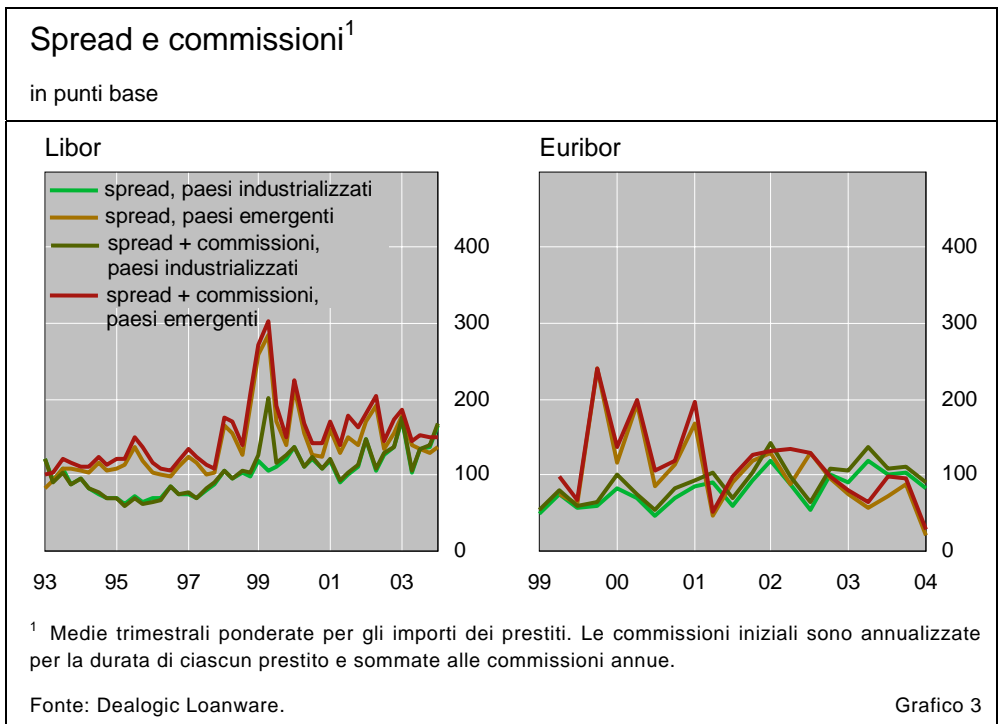
Struttura delle commissioni in un prestito sindacato		
Commissione	Pagamento	Osservazioni
Arrangement fee	Iniziale	Detta anche <i>praecipium</i> . Percepita e trattenuta dagli istituti capofila come compenso per l'organizzazione dell'operazione
Legal fee	Iniziale	Remunerazione del consulente legale
Underwriting fee	Iniziale	Compenso per l'impegno a fornire fondi nella prima fase del sindacato
Participation fee	Iniziale	Percepita dalle banche al vertice del consorzio
Facility fee	Annuo	Percepita dalle banche per l'erogazione della linea di credito, indipendentemente dal suo utilizzo
Commitment fee	Annuo, sulla quota non utilizzata	Percepita dal prestatore in caso di mancato utilizzo della linea, come compenso per il capitale bloccato a fronte dell'operazione
Utilisation fee	Annuo, sulla quota utilizzata	Accresce il rendimento del prestatore; non essendo necessariamente sottoposta all'obbligo di informativa, consente al mutuatario di annunciare al mercato uno spread inferiore a quello effettivamente versato
Agency fee	Annuo	Remunerazione della banca agente per i suoi servizi
Conduit fee	Iniziale	Remunerazione della banca "conduit" ¹
Prepayment fee	Una tantum, in caso di rimborso anticipato	Penale per rimborso anticipato

¹ Istituzione tramite cui vengono incanalati i pagamenti allo scopo di evitare il versamento della ritenuta fiscale. Per i mutuatari che consentono la negoziazione dei loro prestiti sul mercato secondario è importante che venga evitato il pagamento della ritenuta fiscale nel paese in cui l'acquirente del prestito ha il proprio domicilio fiscale.

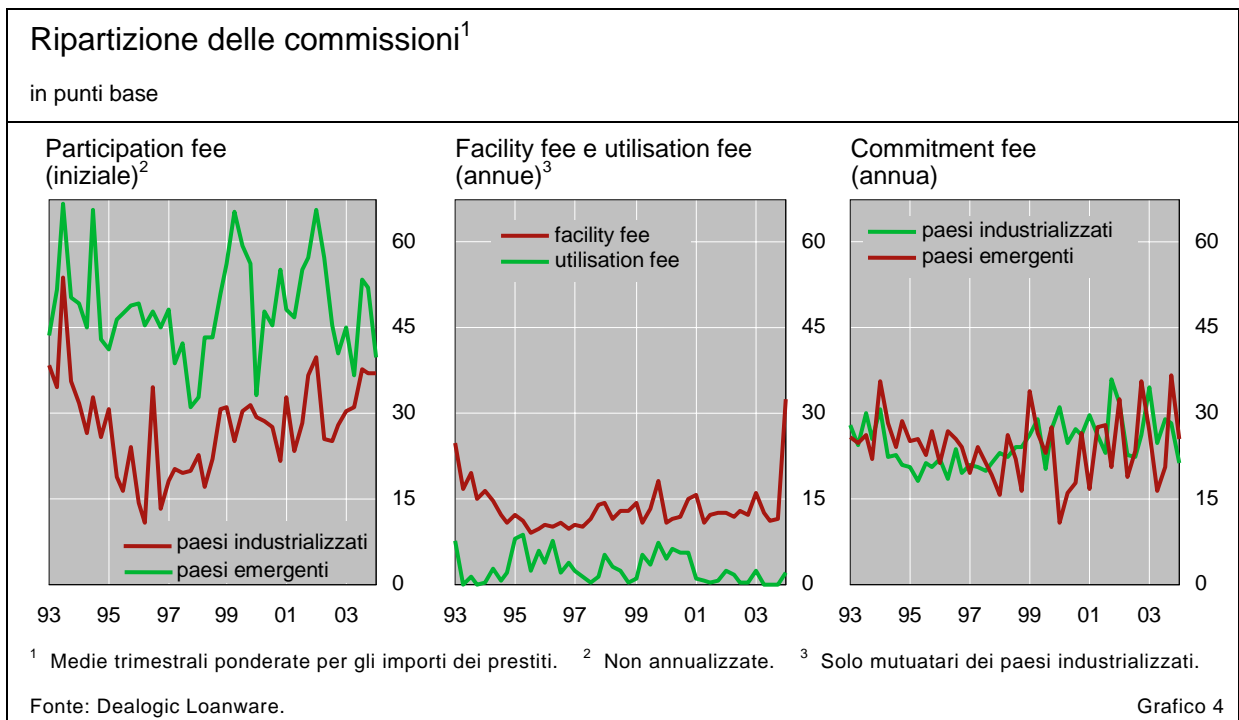
Fonte: a cura dell'autore. Tabella 1

lo spread sul tasso di riferimento. Una volta predisposta la linea di credito, in caso di mancato utilizzo i partecipanti al sindacato ricevono sovente una commissione annua detta *commitment* o *facility fee*, proporzionale all'importo messo a disposizione (e destinata segnatamente a compensare il costo del capitale regolamentare obbligatoriamente detenuto a fronte dell'impegno). Non appena il credito viene utilizzato, il mutuatario può essere tenuto al pagamento di una *utilisation fee* annua sulla quota ritirata. La banca agente percepisce in genere una *agency fee*, di norma pagabile su base annua, per coprire i costi di amministrazione del prestito. Talvolta è poi prevista una clausola penale in base alla quale il prenditore si impegna a compensare i prestatori tramite una *prepayment fee* o in altro modo in caso di rimborso anticipato. Sempre nel precedente riquadro 1 viene fornito un esempio di una semplice struttura di commissioni, in cui Starwood Hotels & Resorts Worldwide, Inc ha corrisposto, oltre al margine, una *commitment fee*.

... o in relazione a specifici eventi



A livello aggregato, le dimensioni relative di spread e commissioni variano sistematicamente a seconda di un certo numero di fattori. Le commissioni sono più significative per i prestiti basati sull'Euribor che per quelli basati sul Libor. Inoltre, la loro incidenza sul costo totale del prestito per i mutuatari dei paesi industrializzati è superiore a quella per i prenditori dei paesi emergenti. Ciò è probabilmente riconducibile alla composizione settoriale dei mutuatari in questi segmenti. Nei paesi del primo gruppo sono maggiormente presenti soggetti non sovrani che, per ragioni fiscali o di informativa al mercato, potrebbero



Componenti diverse dal prezzo nella remunerazione del rischio

quota dei prestiti sindacati con "covenant", garanzie personali o reali, in percentuale, per nazionalità del mutuatario

	"Covenant"		Garanzie reali		Garanzie personali	
	Emergenti	Industrializz.	Emergenti	Industrializz.	Emergenti	Industrializz.
1993–1996	0	16	40	15	31	7
1997–2000	2	24	49	16	22	4
2001–2004 ¹	3	19	37	13	21	4

¹ Per il 2004, solo il primo trimestre.

Fonte: Dealogic Loanware.

Tabella 2

avere interesse a corrispondere una parte più ampia dei costi sotto forma di commissioni piuttosto che di spread. Tuttavia, il costo totale dei prestiti (interessi, commissioni iniziali e commissioni annue)⁹ è più elevato per i soggetti delle economie emergenti che per quelli dei paesi industrializzati (grafici 3 e 4). Nel caso dei mercati emergenti le commissioni per mancato utilizzo presentano altresì maggiore varianza. In sintesi, i prestatori paiono chiedere un compenso aggiuntivo, sotto forma sia di spread che di commissioni, per il livello più alto e variabile del rischio di credito nelle economie emergenti.

Gli spread e le commissioni non sono le uniche forme di compenso che i creditori possono richiedere a fronte dell'assunzione di rischio. Attraverso garanzie personali, garanzie reali e apposite clausole ("covenant") diviene possibile collegare esplicitamente il prezzo del prestito a eventi aziendali (variazioni di rating, servizio del debito). Le garanzie sono utilizzate maggiormente per i prenditori dei mercati emergenti (tabella 2), mentre le "covenant" si applicano molto di più nei paesi industrializzati (dove forse risulta più facile farle rispettare).

Mercati primari e secondari: ripartizione e trasferimento del rischio

Nel mercato primario predominano ancora le banche commerciali

Mentre sul mercato primario le banche commerciali hanno una posizione dominante tanto a livello di organizzatrici quanto di finanziatrici, altre istituzioni si sono fatte strada col passare del tempo. Nel complesso, tra le prime 200 istituzioni che detengono il 90% circa del mercato non figurano né banche di altro tipo né imprese non bancarie. Tuttavia, le banche di investimento hanno beneficiato della ripresa dell'attività di prestito sindacato negli anni novanta, approfittando dell'esperienza maturata nel collocamento di titoli obbligazionari e della crescente integrazione tra i circuiti bancari e quelli disintermediati del

⁹ Va notato che le commissioni illustrate nei grafici 3 e 4 non sono direttamente comparabili. Nel grafico 3, per permettere il confronto con gli spread, tutte le commissioni sono considerate congiuntamente, annualizzando quelle iniziali su tutta la durata del prestito in base a un'ipotesi di utilizzo totale e immediato. Nel grafico 4, invece, le commissioni annue e iniziali (non annualizzate) sono indicate separatamente.

credito¹⁰ per fare il loro ingresso nel mercato. Oltre al maggior coinvolgimento delle banche di investimento, si registra anche una crescente partecipazione delle agenzie multilaterali quali la International Finance Corporation o la Inter-American Development Bank¹¹.

In misura sempre maggiore i prestiti consorziali vengono scambiati su mercati secondari. La standardizzazione della documentazione per la negoziazione dei prestiti, promossa da organismi specializzati quali la Loan Market Association (in Europa) e la Asia Pacific Loan Market Association, ha contribuito ad aumentare la liquidità di questi mercati. Una misura della negoziabilità dei prestiti sul mercato secondario è data dalla frequenza di clausole di trasferibilità, che consentono di cedere il credito a un altro prestatore¹². Il mercato USA presenta la quota più consistente di prestiti trasferibili (25% del totale tra il 1993 e il 2003), seguito da quello europeo (10%). In generale, si considera che il mercato secondario sia costituito da tre segmenti: alla pari/quasi alla pari, ad alto rendimento ("leveraged") e in sofferenza. La liquidità si concentra in quest'ultimo comparto, ma in genere sono negoziati attivamente anche i prestiti in favore di grandi mutuatari privati.

Gli operatori del mercato secondario possono essere suddivisi in tre categorie: market-maker, trader attivi e venditori/investitori occasionali. I market-maker (operatori in acquisto e in vendita) sono tipicamente grandi banche commerciali e di investimento, che si impegnano a creare liquidità e assumono posizioni in proprio. Le istituzioni attive nell'organizzazione dei prestiti sul mercato primario detengono un vantaggio sul mercato secondario, non da ultimo grazie alle competenze acquisite nell'accesso e nella comprensione della documentazione relativa ai prestiti. I trader attivi sono principalmente banche commerciali e di investimento, operatori specializzati nei crediti in sofferenza e i cosiddetti "fondi avvoltoio" (investitori istituzionali che operano specificamente nelle società dissestate o prossime al fallimento). Le imprese non finanziarie e altri investitori istituzionali, come le compagnie di assicurazione, sono parimenti attivi sul mercato, ma in misura minore. Con il progressivo diffondersi presso le istituzioni finanziarie di dipartimenti dedicati alla gestione del portafoglio prestiti, sembrano acquisire sempre più rilevanza le strategie di "relative value", che sfruttano le opportunità di arbitraggio derivanti dalle differenze di rendimento tra prestiti e altri strumenti, come derivati su crediti, azioni e obbligazioni (Coffey, 2000; Pennacchi, 2003). Infine, sono presenti sul mercato operatori occasionali sia in veste di cedenti, motivati

Ruolo crescente del mercato secondario, dove intervengono ...

... market-maker ...

... trader attivi ...

... e operatori occasionali

¹⁰ Ad esempio, al giorno d'oggi accade di frequente che un prestito a medio termine erogato da un sindacato sia rifinanziato con un titolo obbligazionario prima o al momento della scadenza. Analogamente, i programmi di commercial paper statunitensi sono spesso garantiti da una lettera di credito fornita da un consorzio bancario.

¹¹ Questa soluzione offre l'opportunità di ripartire il rischio tra investitori del settore pubblico e del settore privato. In genere, essa assume la forma di un prestito sindacato garantito da agenzie multilaterali, con tranche riservate a prestatori bancari privati.

¹² La trasferibilità è determinata dal consenso del mutuatario, secondo quanto stabilito nel contratto di prestito originario. I prenditori possono decidere di negare tale consenso, allo scopo di preservare le loro relazioni bancarie.

Prestiti sindacati USA ¹								
	Quota sul totale ²			Per memoria: crediti totali (miliardi di \$)	Percentuale classificata ³			
	Banche USA	Organizzazioni bancarie estere	Imprese non bancarie		Banche USA	Organizzazioni bancarie estere	Imprese non bancarie	Crediti totali
2000	48	45	7	1 951	2,8	2,6	10,2	3,2
2001	46	46	8	2 050	5,1	4,7	14,6	5,7
2002	45	45	10	1 871	6,4	7,3	23,0	8,4
2003	45	44	11	1 644	5,8	9,0	24,4	9,3

¹ Include sia i prestiti in essere che gli importi non utilizzati. ² Volume in dollari dei crediti detenuti da ciascun gruppo di istituzioni, in percentuale del volume in dollari totale. ³ Volume in dollari dei crediti classificati come "di qualità inferiore alla media", "di dubbia esigibilità" o "irrecuperabili", in percentuale del volume in dollari totale.

Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System. Tabella 3

da considerazioni di gestione del bilancio, sia di investitori, per l'assunzione e il mantenimento di posizioni. I venditori di rischio possono in questo modo rimuovere i prestiti dal proprio bilancio allo scopo di rispettare i vincoli regolamentari, coprirsi o gestire esposizioni e liquidità¹³. Le banche statunitensi, per le quali il Federal Reserve Board monitora regolarmente gli impegni in essere per prestiti sindacati, paiono essere riuscite a trasferire con successo a investitori non bancari parte delle loro posizioni, incluso fino a un quarto dei crediti problematici (tabella 3). Quanto agli investitori, essi hanno la possibilità di acquisire un'esposizione verso determinati settori o paesi, specie quando non hanno dimensioni sufficienti per farlo sul mercato primario¹⁴.

Le contrattazioni sul mercato secondario rimangono relativamente modeste ...

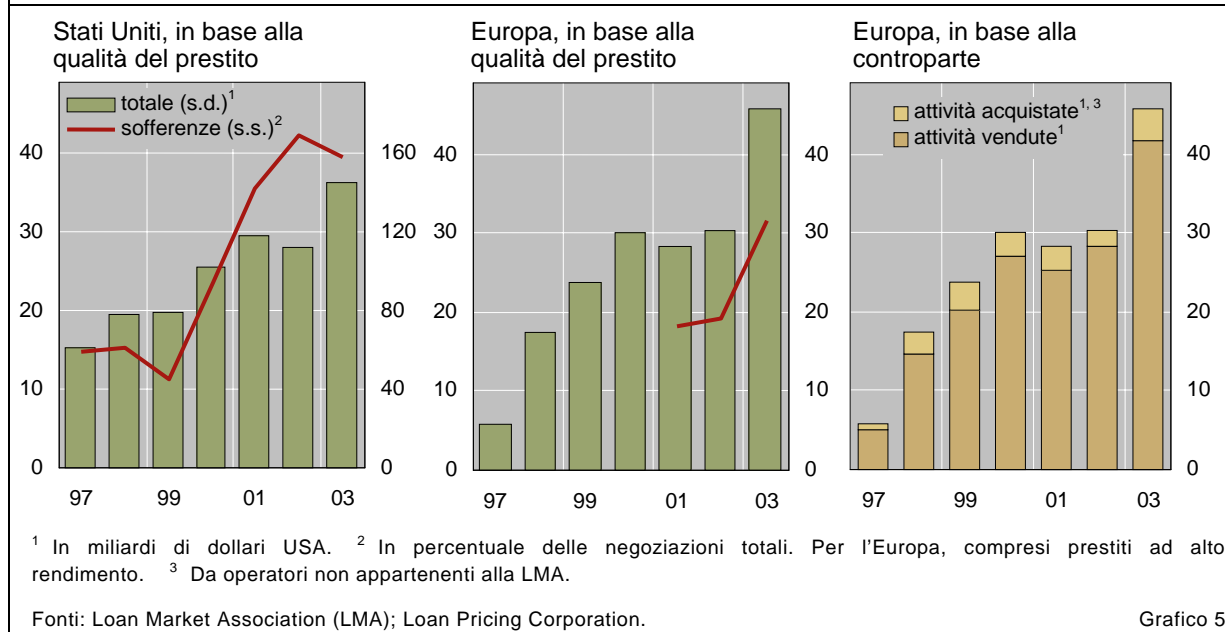
Seppur in crescita, il volume delle contrattazioni sul mercato secondario rimane relativamente modesto se confrontato a quello totale dei prestiti nel mercato primario. Il principale mercato secondario è quello statunitense, dove gli scambi complessivi ammontavano nel 2003 a \$145 miliardi, pari al 19% dei nuovi prestiti sul mercato primario nello stesso anno e al 9% degli impegni in essere. In Europa le contrattazioni hanno raggiunto \$46 miliardi nel 2003 (ossia l'11% del volume del mercato primario), facendo registrare una spettacolare crescita di oltre il 50% rispetto all'anno precedente (grafico 5).

I prestiti in sofferenza hanno continuato a rappresentare una quota ragguardevole delle contrattazioni totali sul mercato secondario negli Stati Uniti e hanno guadagnato terreno anche in Europa. Ciò riflette senz'altro in qualche misura le maggiori difficoltà del settore societario europeo ma, alla luce della crescente maturità del segmento di qualità bancaria, è altresì indicativo di una sostenuta domanda degli investitori e dell'accresciuta capacità del mercato di assorbire una quota più ampia di prestiti sotto la pari (BRI, 2004).

¹³ Le banche venditrici spesso accrescono il proprio reddito da commissioni organizzando nuovi prestiti per rinnovare quelli già concessi. Con la vendita di precedenti crediti sul mercato secondario esse possono aumentare la propria capacità di bilancio, necessaria per poter conservare parte dei nuovi prestiti.

¹⁴ Gli importi minimi di partecipazione nel mercato primario possono ad esempio eccedere i limiti di fido di una banca.

I mercati secondari statunitense ed europeo dei prestiti consorziali



Nella regione Asia-Pacifico il mercato secondario è ancora esiguo rispetto a quelli di Stati Uniti ed Europa: solo sei o sette banche dispongono di apposite funzioni di negoziazione situate a Hong Kong SAR, e al mercato non partecipano operatori non bancari. Il 1998 era stato un anno di eccezionale attività: ampi pacchetti di prestiti avevano cambiato di mano con la ristrutturazione dei portafogli di sofferenze da parte delle banche giapponesi¹⁵. Le negoziazioni si sono fatte più modeste negli anni seguenti¹⁶, sebbene l'interesse delle banche sembri essere stato ravvivato di recente dai prezzi dei prestiti sul mercato secondario, diminuiti in misura minore rispetto a quelli di "collateralised debt obligation" e obbligazioni¹⁷.

... soprattutto in Asia

Integrazione geografica del mercato

Alla luce della crescente integrazione geografica dei mercati finanziari, è interessante analizzare come questo processo si manifesti sotto forma di operazioni transfrontaliere nel caso dei prestiti sindacati. A tal fine viene qui esaminata la composizione per nazionalità dei consorzi sul mercato primario,

¹⁵ Generalmente, le banche negoziano pacchetti di prestiti solo in caso di ristrutturazione di interi portafogli; in tempi normali, è più comune la negoziazione di singoli prestiti.

¹⁶ Ciò nonostante, le banche in Giappone sono state recentemente molto attive nel trasferimento di prestiti sul mercato secondario locale. In base a uno studio trimestrale condotto dalla Bank of Japan, per l'esercizio finanziario aprile 2003-marzo 2004 tali trasferimenti sono ammontati a ¥11 trilioni, per il 38% costituiti da sofferenze. A ciò ha fatto seguito nel secondo trimestre del 2004 un'attività insolitamente debole rispetto agli standard storici.

¹⁷ Secondo gli operatori, fra i principali venditori figurano le grandi banche internazionali presenti in Asia, mentre la domanda proviene dalle banche taiwanesi e cinesi.

Integrazione internazionale del mercato				
Per nazionalità del mutuatario	% delle operazioni ¹ con "arranger" della stessa nazionalità ² del mutuatario (in base al numero di operazioni)		% dei fondi ¹ erogati da banche della stessa nazionalità ² del mutuatario (in base agli importi in USD)	
	1993–1998	1999–2004 ³	1993–1998	1999–2004 ³
Principali paesi e regioni				
Stati Uniti	74	70	61	62
Area dell'euro ⁴	59	72	71	67
Regno Unito	58	43	35	42
Altri paesi dell'Europa occidentale	37	26	36	25
Giappone	62	84	63	87
Altre economie industrializzate	67	65	61	57
Asia-Pacifico	29	37	34	51
Europa orientale	9	12	10	13
America latina/Caraibi	5	7	6	8
Medio Oriente e Africa	15	20	22	28
Centri offshore	54	36	44	31
Paesi dell'area dell'euro				
Austria	5	42	33	42
Belgio	17	22	31	16
Finlandia	26	13	16	9
Francia	48	50	45	46
Germania	43	46	57	44
Grecia	7	29	8	24
Irlanda	20	18	16	14
Italia	34	53	39	48
Lussemburgo	10	8	30	7
Paesi Bassi	24	29	28	25
Portogallo	31	27	30	23
Spagna	64	51	64	49
Area dell'euro ⁵	39	42	43	38
¹ Calcolata includendo anche le operazioni strettamente nazionali. ² Della stessa regione, nel caso delle regioni. ³ Per il 2004, primo trimestre soltanto. ⁴ Mutuatario e/o organizzatore/partecipante appartenenti a uno qualsiasi dei paesi dell'area dell'euro. ⁵ Mutuatario appartenente allo stesso paese dell'area dell'euro dell'organizzatore/partecipante; media dell'area dell'euro.				
Fonti: Dealogic Loanware; calcoli dell'autore.				Tabella 4

per il quale sono prontamente disponibili informazioni sui singoli partecipanti. L'analisi viene dapprima effettuata a livello globale, quindi per la sola area dell'euro, allo scopo di valutare l'eventuale impatto dell'introduzione della moneta unica.

La tabella 4 mostra il grado di integrazione internazionale dei mercati dei prestiti sindacati, misurato dalla quota di prestiti organizzati o erogati da banche dello stesso paese o della stessa regione del mutuatario. Per gli istituti organizzatori la composizione per nazionalità è determinata in base al numero di operazioni, mentre per i partecipanti vengono considerati gli importi in dollari singolarmente forniti. Vari risultati sono degni di nota.

In primo luogo, e la cosa non sorprende, il grado di penetrazione dei creditori esteri nel mercato dei prestiti a mutuatari di Giappone, area dell'euro e Stati Uniti appare relativamente modesto¹⁸. Sia al vertice sia alla base del consorzio le banche appartengono spesso allo stesso paese del prestatore, mentre la quota di operazioni a cui partecipano in varia veste istituti esteri supera raramente il 30%.

Grado di
integrazione nei
paesi industriali ...

In secondo luogo, le banche estere appaiono maggiormente presenti (con quote spesso superiori al 60%) nei sindacati costituiti per prestatori europei all'esterno dell'area dell'euro, in particolare nel Regno Unito. È interessante notare come i mutuatari britannici tendano a pagare in media commissioni più basse rispetto agli omologhi giapponesi, il cui mercato è caratterizzato da una minore penetrazione delle banche estere. Ciò induce a ritenere che nel Regno Unito il mercato sia più permeabile alla concorrenza.

In terzo luogo, con la possibile eccezione dell'Asia, nei sindacati costituiti per mutuatari dei mercati emergenti prevalgono in genere i prestatori esteri. È interessante notare che per tutta l'area emergente, ma soprattutto per Medio Oriente, Africa e Asia-Pacifico, le banche "locali" (ossia della stessa area geografica del prestatore) sono maggiormente presenti come mere finanziatrici piuttosto che come organizzatrici. La situazione più comune sembrerebbe quella in cui una grande banca internazionale organizza il consorzio e alloca quindi il credito a prestatori della regione¹⁹. Dato che la presenza di una grande e rinomata banca "arranger" estera produce un "effetto di certificazione" per le banche in posizione inferiore nel sindacato, l'investimento internazionale in veste di semplici erogatori di fondi risulta più facile rispetto alla fornitura di servizi di "screening" e monitoraggio in veste di capofila.

... e nei mercati
emergenti

Infine, l'avvento dell'euro sembra aver condotto a una certa integrazione nel mercato paneuropeo dei prestiti sindacati, soprattutto a livello di istituti organizzatori. La seconda e la terza colonna della tabella 4 mostrano come all'interno dell'area dell'euro la percentuale dei prestiti organizzati da banche dello stesso paese del mutuatario sia pressoché la stessa prima e dopo il 1999 (rispettivamente, 39 e 42%)²⁰, mentre la corrispondente percentuale a livello dell'area nel suo complesso (e non di singolo paese) è salita dal 59 al 72%, a indicazione del fatto che le banche dell'area hanno incrementato i prestiti a

Segni di
integrazione
paneuropea

¹⁸ Per i mutuatari USA tale affermazione andrebbe ridimensionata, alla luce della quota relativamente alta (circa il 45% dal 2000) di crediti detenuti da organismi bancari esteri sul totale dei prestiti sindacati, in seguito ai trasferimenti sul mercato secondario (tabella 3).

¹⁹ Per maggiori informazioni e per un'analisi che si estende ai mercati obbligazionari, cfr. McCauley et al. (2002).

²⁰ Sebbene l'euro sia ampiamente utilizzato come moneta di denominazione per i mutuatari europei (inclusi quelli dell'Europa orientale), il dollaro USA rimane la valuta preferita per i prestiti sindacati a livello internazionale (con una quota del 62% sul totale nel 2003, contro il 21% dell'euro e il 6% sia della sterlina che dello yen).

favore di mutuatari dell'area di nazionalità diversa dalla loro²¹. Al tempo stesso, i prestiti aggiuntivi organizzati su scala paneuropea sembrano essere stati finanziati in ampia misura da banche esterne all'area dell'euro, poiché la quota delle banche dell'area sul totale delle semplici partecipanti è rimasta relativamente stabile (ultime due colonne della tabella 4). Ciò potrebbe rispecchiare maggiori disponibilità a livello di bilancio al di fuori dell'area dell'euro.

Conclusioni

In questa sezione monografica si è fornito un quadro storico dell'evoluzione del mercato dei prestiti sindacati, da cui emerge come questo tipo di attività, nata negli anni settanta per una clientela formata essenzialmente da soggetti sovrani, si sia trasformata nel corso degli anni novanta in una delle principali fonti di finanziamento per le imprese.

Il mercato dei prestiti sindacati presenta vantaggi per i prestatori sia al vertice che alla base del consorzio. Ai primi offre l'opportunità di percepire commissioni sfruttando la competenza maturata nella creazione di posizioni di rischio nonché di gestire le proprie esposizioni in bilancio, mentre ai secondi permette di acquisire nuove esposizioni senza dover sostenere i costi di "screening" in paesi o settori per cui non hanno l'esperienza richiesta o una presenza consolidata. I mercati primario e secondario dei crediti sindacati consentono pertanto una più efficiente suddivisione istituzionale e geografica della creazione e dell'assunzione di posizioni di rischio. Ad esempio, i prestiti consorziali per mutuatari dei paesi emergenti sono generalmente allestiti da grandi banche statunitensi ed europee, che allocano successivamente il rischio a banche locali. Con l'introduzione della moneta unica, le banche dell'area dell'euro hanno rafforzato le loro attività paneuropee di organizzazione prestiti, reperendo al di fuori dell'area i relativi fondi.

Tuttavia, l'integrazione geografica del mercato sembra variare da una regione all'altra, come mostrano i diversi gradi di penetrazione internazionale. Per quanto tali differenze possano derivare anche dalle diverse dimensioni dei mercati nazionali, saranno necessarie ulteriori ricerche per acquisire una migliore comprensione del grado di permeabilità alla concorrenza del mercato, e valutare se esse non siano sistematicamente legate a divergenze nel "pricing" dei prestiti, specie nelle commissioni.

Riferimenti bibliografici

Allen, T. (1990): "Developments in the international syndicated loan market in the 1980s", *Quarterly Bulletin*, Bank of England, febbraio.

²¹ In uno studio sul mercato delle sottoscrizioni obbligazionarie, Santos e Tsatsaronis (2003) mostrano come la scomparsa della segmentazione del mercato grazie alla moneta unica europea non abbia condotto a un'intensificazione dei rapporti di attività tra mutuatari e sottoscrittori dell'area dell'euro. Va rilevato tuttavia che questo mercato è alquanto diverso da quello dei prestiti sindacati, in quanto le obbligazioni sono vendute a investitori istituzionali mentre i prestiti vengono principalmente ceduti ad altre banche.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2004): *74^a Relazione annuale*, Capitolo VII, pagg. 133–134.

Coffey, M. (2000): “The US leveraged loan market: from relationship to return”, in T. Rhodes (ed.), *Syndicated Lending, Practice and Documentation*, Euromoney Books.

Dennis, S. e D. Mullineaux (2000): “Syndicated loans”, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 9, ottobre, pagg. 404–426.

Madan, R., R. Sobhani e K. Horowitz (1999): “The biggest secret of Wall Street”, Paine Webber Equity Research.

McCauley, R.N., S. Fung e B. Gadanecz (2002): “Integrazione finanziaria dell’Est asiatico”, *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre.

Pennacchi, G. (2003): “Who needs a bank, anyway?”, *Wall Street Journal*, 17 dicembre.

Robinson, M. (1996): “Syndicated lending: a stabilizing element in the Latin markets”, *Corporate Finance Guide to Latin American Treasury & Finance*.

Santos, A.C. e K. Tsatsaronis (2003): “The cost of barriers to entry: evidence from the market for corporate euro bond underwriting”, *BIS Working Papers*, n. 134.