



private finance

maritime
economy



Strumenti e fonti di finanziamento per le società armatoriali

L’Osservatorio di SRM sull’Economia del Mare pubblica nella collana “Private Finance”, su gentile concessione della d’Amico International Shipping, il Project Work coordinato nell’ambito della VI Edizione del Master in Shipping – Logistica, Finanza e Strategia di impresa dell’I.P.E. - Istituto per Ricerche ed Attività Educative. Il lavoro si focalizza sugli strumenti e sulle fonti di finanziamento di cui si servono gli operatori del settore dello shipping, approfondendo in particolare il caso della società di navigazione tutor del progetto.

Tutor aziendali:

Francesco ROTUNDO – D'Amico International Shipping

Giovanni BARBERIS – D'Amico International Shipping

Autori: gli alunni del Master (in ordine alfabetico)

Giuseppe Valerio AGOVINO, Eugenio BIANCUCCI,

Vincenzo Gregorio DEL SORBO, Alessandra LAUDATI

Progetto grafico e sviluppo editoriale:

Marina RIPOLI

La presente pubblicazione non impegna né rappresenta in alcun modo il pensiero e l'opinione dei Soci fondatori ed ordinari.

Il presente studio può essere riprodotto in tutto o in parte solo chiedendo l'autorizzazione di SRM. È consentito il riferimento ai dati purché se ne citi la fonte.

Indice

Introduzione 5

Il settore dello shipping 6

Le diverse fonti di finanziamento nello shipping 13

Ricorso alle fonti di capitale 21

Simulazione di finanziamento navale 27

Conclusioni 33

INTRODUZIONE

Negli ultimi vent'anni le mutate condizioni ed esigenze del mercato del trasporto marittimo hanno generato un forte cambiamento sia della sua composizione interna, sia dei rapporti alla base delle relazioni commerciali tra gli operatori del settore. Tra questi, il rapporto tra istituti di credito e società armatoriali ha subito una progressiva trasformazione in termini di volume e intensità delle relazioni commerciali: ciò è dipeso massimamente dalle valutazioni di merito creditizio basate sull' affidabilità e resilienza finanziaria delle società armatoriali. Al fine di comprendere il fenomeno in oggetto si è proceduto ad un'analisi delle criticità che hanno portato alla contrazione del credito, onde poter proseguire nell'individuazione delle alternative fonti di finanziamento delle imprese di navigazione.

Tra le fonti individuate troviamo in via principale il finanziamento bancario, quale strumento principe per l'acquisizione di nuove Navi. Questi riveste oggi caratteristiche difformi dal passato, in particolare per quanto riguarda i *convenants*. In secondo luogo si è posta l'attenzione sul ruolo degli strumenti obbligazionari, sia *plain vanilla* che strutturati, e quali sono i vantaggi e svantaggi dell'allocazione pubblica o privata degli stessi sul mercato. Successivamente, si è analizzato il ruolo dell'*equity*, mediante l'analisi dell' offerta pubblica iniziale e le alternative alla stessa, quali l'ingresso in società da parte di fondi di investimento ed il *private equity*. In tal senso, la d'Amico Ship Spa rappresenta un esempio virtuoso nel settore, in quanto utilizza una grande varietà di fonti di finanziamento, oltre ad essere una delle poche società armatoriali italiane quotate nei mercati regolamentati.

In ultima analisi, si propone la simulazione di acquisto e finanziamento di una Nave Handysize Product Tanker, seguendo le modalità utilizzate dal gruppo d'Amico, con particolare riferimento all'adeguata negoziazione e scelta delle condizioni di finanziamento, alla luce della resilienza finanziaria e *reputation* della società.

*Il settore
dello shipping*

CARATTERISTICHE DELLE IMPRESE ARMATORIALI

Le imprese di navigazione marittima, come il mercato dello shipping stesso, sono contesti aziendali caratterizzati da forti peculiarità. Pertanto, per poterne capire le esatte dinamiche è necessario anteporre all'analisi finanziaria, oggetto primario di questo lavoro, una breve descrizione di tali prerogative. Le società armatoriali producono un servizio di trasporto finalizzato al trasferimento di merci e/o persone dai luoghi in cui la loro utilità marginale è relativamente bassa, ai luoghi dove essa è relativamente alta. Queste imprese, pertanto, producono valore aumentando, tramite il trasporto, il valore intrinseco dei beni trasportati e l'intensità di tale valore dipende dall'utilità che essi hanno per l'utente finale, in relazione alla disponibilità dei beni trasportati nei luoghi e nei tempi desiderati.

Una delle prime prerogative sta proprio nella caratterizzazione degli *assets* "Nave", che possono arrivare a ricoprire fino al 90% delle attività dello stato patrimoniale di tali società. A differenza di altre immobilizzazioni tecniche, questi *assets* sono dotati di mobilità territoriale, il che ben si inserisce nel grado di internazionalizzazione delle società di navigazione, assieme alla sempre più influente globalizzazione. Questo fenomeno di crescita progressiva delle relazioni commerciali a livello mondiale ha condizionato senza dubbio il settore dello shipping, andando ad incrementare sempre di più i traffici trans-nazionali e trans-continentali. Il valore delle Navi quindi, proprio per la funzione che questi *assets* ricoprono, è soggetto alle stesse fluttuazioni del mercato reale essendone un suo diretto derivato. Le forti oscillazioni degli andamenti del mercato reale, le continue variazioni dei punti di equilibrio tra domanda e offerta di trasporto e le ripercussioni sul mercato dei noli, vanno ad impattare sul valore delle Navi, normalmente valutate in base ai flussi di cassa attualizzati che si prevede possa produrre in futuro, per cui possono avere valori elevatissimi o anche prossimi allo zero, se tali flussi si prevedano nulli a causa di possibili difficoltà di impiego (dovute alle congiunture economiche generali piuttosto che a obsolescenza tecnica).

Proprio per questi motivi le imprese di shipping sono aziende qualificate come "capital intensive", ossia come aziende che richiedono enormi risorse finanziarie proprie, ma soprattutto di terzi. Il forte utilizzo della leva finanziaria, infatti, rappresenta un'altra caratteristica di questo settore. Un utilizzo del debito sostenibile nello shipping, almeno fino al 2009, poteva arrivare anche all'80%, cioè fino a quando le banche nutrivano una sensibile fiducia nel settore armoriale. Fino al 2008, infatti, questo aspetto assumeva forte rilevanza, se si considera l'elevata esposizione al rischio che si verifichino eventi imprevisti, legati sia al macro-ambiente, quanto al più

ristretto ambito settoriale, i cui effetti dannosi potrebbero ripercuotersi sui traffici commerciali e compromettere gli equilibri economico-finanziari di queste imprese. La sempre minore fiducia delle aziende di credito, in seguito ai forti crolli dei noli, soprattutto nei settori specifici delle rinfuse solide e liquide, ha portato le società marittime alla necessità di una ricerca delle fonti di finanziamento sempre più allargata, andando ad utilizzare talvolta strumenti anche nuovi per il settore. Questa tendenza, seppur minimamente adatta a soddisfare le ingenti necessità finanziarie di imprese a così alta intensità di capitale, avrà ragione di esistere almeno fino a quando non si riuscirà a ricostruire una immagine forte ed affidabile dello shipping, consentendo un nuovo accesso al credito dagli istituti bancari.

Altra peculiare caratteristica delle imprese di navigazione è rappresentata dalla presenza di una forte componente familiare nell'assetto di *governance*. Queste ultime, rispetto ad altri contesti aziendali appartenenti a settori diversi, si caratterizzano per la presenza della figura dell'armatore/imprenditore che, nella maggior parte dei casi, coincide con quella del soggetto economico. Questo fattore non è irrilevante, sia nelle scelte delle figure chiave della *governance*, che nelle scelte di gestione dell'attività. Il peso della conduzione familiare su aziende di tali dimensioni può infatti comportare notevoli rallentamenti nella crescita sia delle imprese che del settore stesso. Da un lato il desiderio di continuità attraverso le varie generazioni garantisce un orientamento degli obiettivi aziendali verso il lungo periodo, dall'altro il peso eccessivo della figura dell'armatore sul management può essere di ostacolo alla crescita dell'impresa. Il ricorso all'azionariato diffuso, a differenza del Nord Europa e dell'Estremo Oriente, non ha infatti trovato molti consensi nell'area del Mediterraneo, dove il numero di imprese di navigazione quotate in borsa è ancora limitato. Il reperimento delle ingenti risorse finanziarie risulta una forte problematica per le aziende legate ancora ad una visione datata del settore. Queste sono ancora restie all'apertura al mercato e non possono che confidare nelle fonti di finanziamento tradizionali. Nel contesto italiano diverso è il caso di "d'Amico Società di Navigazione", che fuoriuscendo dall'ottica di un settore atipico rispetto ad altri, intraprende una strada fortemente innovativa in tal senso. La decisione di ingresso nei mercati regolamentati, assieme all'utilizzo di strumenti finanziari nuovi per il settore, ha permesso infatti una forte capacità di investimento, proprio quando, dato l'andamento dei noli a ribasso, i prezzi di nuovi *assets* erano più convenienti.

Ciò è stato possibile solo con il cambiamento del punto di vista della *governance*: le società di navigazione infatti, in quanto società il cui obiettivo primario è la sopravvivenza e il profitto, devono puntare ad un maggiore *appealing* verso gli investitori, che, seppur con scarsa conoscenza del settore, sono una fonte preziosissima di supporto finanziario, anche nei casi in cui la famiglia armatoriale voglia detenere ben

oltre le quote necessarie al controllo. È necessaria quindi una nuova visione delle società armatoriale che, diversamente da come tipicamente sia all'interno che all'esterno del settore vengono viste, non costituiscono società atipiche e devono essere trattate in quanto aziende i cui obiettivi primari non differiscono da qualunque altro business e i cui strumenti di finanziamento possono essere mutuati quindi anche da settori diversi.

LA CICLICITÀ DEL SETTORE

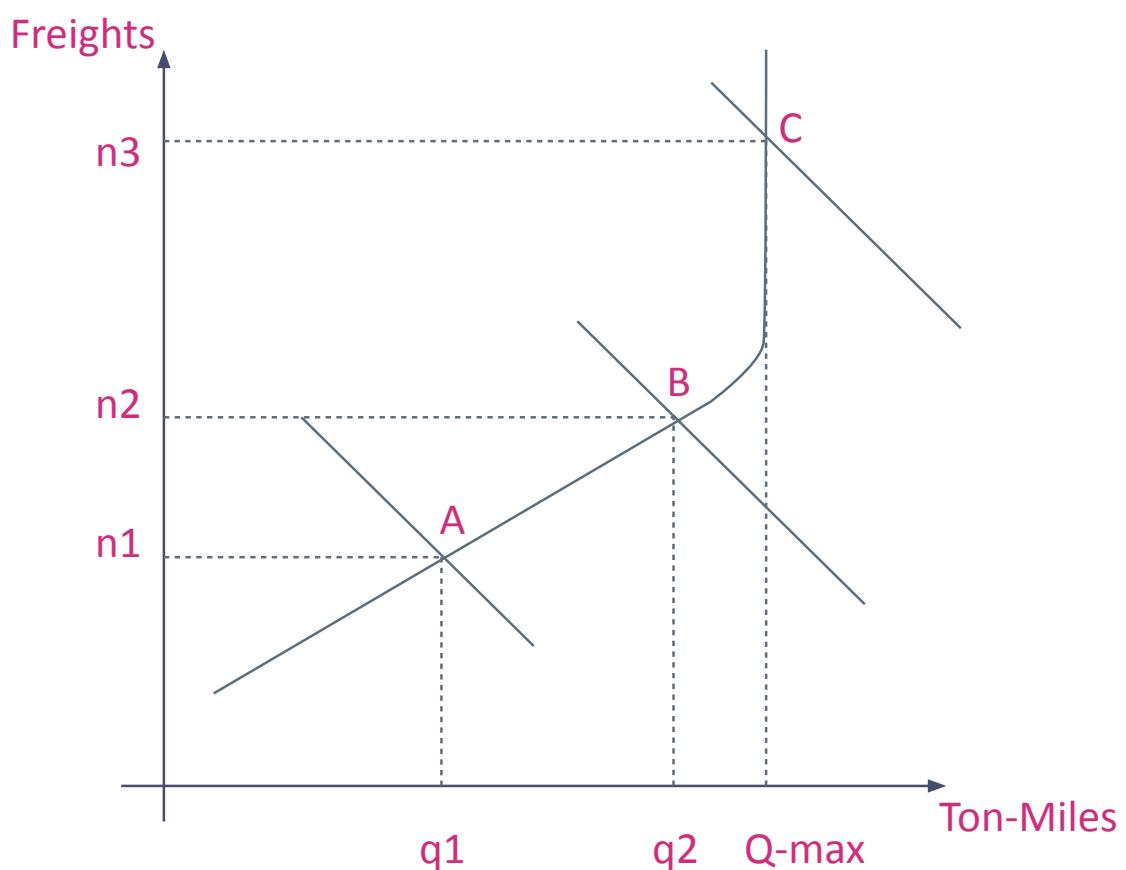
La complessa attività economica che caratterizza le imprese di shipping è suscettibile di una duplice osservazione che trova un primo riferimento nei concetti di sistema e di coordinazione. Il primo pone in evidenza la struttura dell'impresa come insieme di elementi interagenti, dotati di una propria identità e quindi autonomamente identificabili, pur facenti parte di un unico insieme; il secondo si focalizza sui reciproci e significativi rapporti di interazione che legano tali elementi e sulle leggi che ne regolano il dinamismo. Il funzionamento del sistema dipende dalle interrelazioni che si creano tra i suoi elementi costitutivi e dalle regole che definiscono l'equilibrio del sistema e la coordinazione delle sue componenti. Le analogie tra i due principi trovano fondamento nel concetto di azienda quale punto di polarizzazione di interessi ed obiettivi, a volte contrastanti tra loro. La necessità di ordinare tali obiettivi secondo una scala di valori che ne stabilisca le priorità, senza comprometterne il coordinamento, conduce alla definizione di un sistema di obiettivi che, assieme al sistema delle scelte finalizzate al loro raggiungimento ed al sistema delle azioni atto a definirne l'attuazione, delineano lo sviluppo dell'attività aziendale. Gli elementi di tale sistema sono così sintetizzabili:

- gli obiettivi, in base ai quali determinare e sviluppare l'attività dell'impresa;
- le scelte, tramite le quali determinare il modo di perseguire detti obiettivi;
- le azioni, con le quali dare attuazione alle scelte;
- le informazioni di supporto ai processi conoscitivi, comunicativi e di decisione.

Questi elementi concorrono a configurare l'impresa di navigazione come un sistema complesso e dinamico, costituito da un rilevante numero di componenti elementari, coordinati in sottosistemi reciprocamente connessi ed integrati. Se consideriamo poi che il sistema azienda, attraverso una serie di scambi, agisce costantemente con

un sistema più ampio rappresentato dall'ambiente esterno che lo circonda, è evidente che tra i due debbano intercorrere relazioni di compatibilità per raggiungere le quali sono necessari continui interventi volti a riallineare eventuali scollamenti.

Il mercato dello shipping, come già accennato in precedenza, è un mercato ciclico, "si può guadagnare o perdere moltissimo in tempi relativamente molto brevi". Si avverte, infatti, una tendenza degli armatori a investire nel momento in cui la tendenza dei noli è a rialzo, sebbene questa, come vedremo, può rappresentare una mera illusione. Quando vi è un eccesso di domanda rispetto all'offerta, le rate di nolo saranno più alte, al contrario, nel caso di un eccesso di stiva rispetto alla domanda di mercato, le rate di nolo saranno più basse e sfavorevoli per gli armatori. L'andamento di domanda e offerta è anch'esso ciclico. Si verificano periodi di medio/lungo termine durante i quali il mercato è stabile e i noli hanno un livello medio/basso e periodi brevi di picco del mercato, dove i noli si impennano per poi scendere e stabilizzarsi a livelli di noli che possono essere più o meno bassi rispetto ai precedenti. In presenza di eccesso di offerta o eccesso di domanda, il mercato tende comunque ad assumere l'equilibrio nel breve periodo (punto A del grafico). Un eccesso di domanda crea un equilibrio tra domanda e offerta che nel breve periodo è automatico e che stabilizza il valore dei noli a livelli più alti (punto di equilibrio più alto – punto B del grafico).



Nel caso in cui si ha un eccesso di offerta, l'equilibrio si ottiene tramite disarmi, vendite per demolizione, quindi decisioni armatoriali che portano il mercato a riequilibrarsi solitamente verso livelli molto più bassi. Il mercato dello shipping, quindi, avendo un andamento ciclico, è legato alla domanda di trasporto e all' offerta di tonnellaggio che, a loro volta, risentono dell'andamento dell' economia e del volume degli scambi internazionali.

La prima fase della dinamica dei cicli coincide, tipicamente, con una congiuntura favorevole dell'economia che comporta un eccesso di domanda di trasporto rispetto all'offerta. Nella seconda fase, la profittabilità presente nel settore induce gli operatori a investire massicciamente nella costruzione di nuove navi. In questa fase il livello dei noli è ancora più elevato. La terza fase è caratterizzata dalla mancanza di flessibilità, tipica di questo settore, che non consente di adeguare l'offerta di trasporto nel breve periodo. La discesa dei noli, inoltre, può essere ancora più brusca se all' eccessivo aumento di offerta di trasporto si accompagna una riduzione della domanda causata dal negativo andamento delle variabili macro economiche. In questa fase, quindi, aumenta la demolizione delle navi e il disinvestimento degli operatori del settore. Bisogna, perciò, andare a ritmo con il mercato, cosa che in Italia avviene raramente a causa del ancora forte legame alle tendenze tradizionaliste delle famiglie armatoriali.

Nel mondo dei trasporti marittimi esistono cicli ben precisi, di difficile individuazione, che vanno da 3 a 5 anni. Momenti di noli molto bassi o molto elevati, spesso, possono essere visti come minimi o massimi dei periodi di riferimento e da ciò derivano le scelte di investimento/disinvestimento degli amatori. Fondamentale, quindi, risulta essere la capacità del management di individuare il momento più idoneo per la propria scelta. È possibile, tuttavia, sfruttare il ribasso dei noli che influisce sul valore delle navi, anche di nuova costruzione, tenendo presente i tempi di costruzione (12-24 mesi), i quali potrebbero notevolmente modificare il valore di tali assets alla consegna.

CRISI FINANZIARIA E SHIPPING

Partendo dall'assunto secondo cui la domanda di trasporto via mare è una domanda derivata da quella di altri settori produttivi e di consumo, il mercato dello shipping ha patito gli effetti della fase recessiva che ha colpito l'economia globale a partire dal 2007, segnando un periodo di crisi, di rallentamento della crescita economica, di stagnazione nel commercio internazionale e di calo nei consumi a livello mondiale.

La sfiducia in questo settore e le restrizioni imposte dagli accordi di Basilea¹ rendono sempre più difficile la possibilità degli armatori di essere finanziati dalle banche, portando questi ultimi a cercare in altri strumenti, le proprie fonti di finanziamento. Il settore bancario, infatti, è quello che storicamente ha supportato i massicci investimenti armatoriali fin dall' '800 ed è rimasto come punto di riferimento per la leva finanziaria delle società di navigazione.

La forte ciclicità del settore, avendo raggiunto negli anni livelli estremamente bassi, ha influenzato la fiducia che i grandi istituti di credito nutrivano in esso. Le banche oggi necessitano di avere garanzie maggiori da parte delle compagnie di navigazione. In presenza di contratti *"take or pay"* (ossia quando la controparte è credibile e si impegna a far fronte al rischio) le banche arrivavano finanziare fino all' 80%, oggi l'utilizzo della leva finanziaria si è dovuto necessariamente ridurre. Tuttavia, oggi, si ricercano altre fonti di finanziamento ravvisabili nel *private equity*, *tax lease*, *KG/KS* che verranno descritte in seguito, oltre che strumenti finanziari innovativi.

¹ Il Comitato di Basilea per la supervisione bancaria ha rilasciato, nel dicembre 2010, nuove regole a garanzia della stabilità del sistema bancario, note come "Basilea III"; queste nuove regole dovranno integrare o sostituire sia la versione del 1988 (Basilea I) sia la versione Basilea II entrata in vigore nel 2008. Le nuove regole introdotte con Basilea 3 definiscono nuovi standard internazionali per l'adeguatezza patrimoniale delle banche e nuovi vincoli di liquidità. Le regole sono state convenute dai governatori e dai presidenti delle autorità di vigilanza dei paesi membri, e approvate dai leaders del G20 al summit di Seoul.

*Le diverse fonti di
finanziamento nello shipping*

IL FINANZIAMENTO BANCARIO

Il finanziamento bancario rappresenta da sempre la forma di finanziamento principe per il settore dello shipping. Durante il periodo dagli anni 1990 e seguenti abbiamo assistito ad un vero e proprio corteggiamento degli armatori da parte delle banche. I noli alle stelle, il mercato in forte espansione e l'alto valore commerciale delle Navi hanno suscitato grande convenienza per le banche nei finanziamenti navali. Come precedentemente già accennato, la situazione è oggi radicalmente mutata, a seguito della crisi dei noli del 2008 e al conseguente forte svalutazione degli *assets*. A seguito delle restrizioni sulle concessioni di credito prescritte da Basilea II, le banche trovano ancora maggiore difficoltà nel partecipare ad investimenti di grandi dimensioni, in un mercato che presenta una comprovata ciclicità ed incertezza nelle previsioni nel medio e lungo termine.

La *predictability of asset returns*, alla base della valutazione dell'istituto finanziatore, deve orientarsi su un orizzonte temporale di vita economica utile della Nave, mediamente pari a 20 anni. Ne deriva che gli investimenti nel settore shipping implicano tempi di recupero medio-lunghi. È necessario, quindi, adottare un'ottica di valutazione dei finanziamenti coerente con tale orizzonte temporale e utilizzare fonti che siano in linea con il profilo della durata.

Le formule di finanziamento bancario maggiormente utilizzate nel settore consistono in un plafond di affidamento, utilizzabile in più soluzioni, con caratteristiche *revolving*, finalizzate al sostegno delle esigenze finanziarie di tipo corporate della gestione (fabbisogni per la copertura del circolante, per esigenze di gestione corrente) nonché per le eventuali esigenze temporanee connesse alla copertura degli investimenti intrapresi. Tali finanziamenti possono essere presidiati da garanzie, anche reali, o di tipo corporate, caratterizzate da un'elevata flessibilità di utilizzo (ad esempio con tiraggi a 3, 6, 12 mesi con possibilità di rimborsi alla scadenza o rinnovi); con facoltà di utilizzi in divise alternative a quella di denominazione originaria. Il mutuo ipotecario risulta essere lo strumento più idoneo per il finanziamento navale, sia in relazione all'orizzonte temporale che per la natura dell'investimento. Quest'ultimo viene valutato sulla base di tre elementi principali: l'attività da finanziare, il *cash flow* e le caratteristiche del soggetto finanziato. Il processo di finanziamento bancario, generalmente, si sviluppa in 5 punti, ovvero la proposta dell'armatore, l'offerta della banca in base alle caratteristiche della Nave, i termini di negoziazione, la stesura e firma dei documenti.

In prima istanza, la banca deve prendere in considerazione il valore della Nave da finanziare. Il valore della stessa non dipende generalmente dalla sua nazionalità e rappresenta la principale garanzia del credito per l'istituto finanziatore.

In particolare dovranno tenersi in considerazione, in caso di acquisto di Nave *second hand*, le sue condizioni di buona manutenzione, ovvero la qualità del cantiere costruttore in caso di Nave di nuova costruzione (N/B). Le condizioni della Nave sono di estrema rilevanza in quanto, qualora la stessa non rispettasse gli standard di qualità richiesti dal mercato, oltre ad un suo deprezzamento, con conseguente diminuzione della garanzia del credito in caso di vendita forzata, si andrebbe incontro ad una diminuzione dei noli derivanti dal suo utilizzo, esponendo il soggetto finanziato a maggior rischio di insolvenza nei confronti della banca.

In secondo luogo, deve essere effettuata un'accurata previsione del *cash flow* dell'asset finanziato. I noli derivanti dal noleggio della Nave devono essere tali da coprire i *running costs* e ripagare le rate di mutuo, oltre gli interessi. Per tale motivo la presenza di un T/C di medio/lungo periodo con una compagnia noleggiatrice è un importante elemento di valutazione per l'ottenimento da parte dell'armatore di buone condizioni di finanziamento. Il T/C di lungo periodo non deve essere considerato imprescindibile né tantomeno idoneo di per sé a garantire la copertura del finanziamento; deve piuttosto inserirsi all'interno di un piano industriale serio e verificabile per facilitare la concessione di condizioni di finanziamento più favorevoli. Nella valutazione dell'eventuale T/C di medio lungo periodo (>4 anni) è imprescindibile verificare i requisiti di qualità, affidabilità e solidità finanziaria del noleggiatore. In egual misura, l'istituto finanziatore deve verificare la sussistenza degli stessi requisiti nella controparte del contratto di finanziamento. Tale controparte è composta generalmente da due soggetti, ovvero il mutuatario e la società garante. La società che richiede il finanziamento è spesso una *Special Purpose Vehicle* (SPV), creata con lo finalità specifica di acquisire la proprietà e gestire una o più navi, nell'intento di segregare il rischio finanziario di insolvenza alla sola società. Per tale ragione è imprescindibile l'esistenza di una società garante, che nella prassi dei finanziamenti navali corrisponde generalmente alla *holding* della SPV. Il debitore comprende essenzialmente il mutuatario e il garante. La corretta valutazione dell'armatore è essenziale per l'erogazione del finanziamento navale. La banca deve quindi effettuare una "due diligence" approfondita per accertarne l'esperienza nel settore, l'andamento storico, la reputazione ed integrità, nonché la resilienza finanziaria.

Ulteriori considerazioni sulla natura delle garanzie del finanziamento dipendono dalla eventualità che la Nave oggetto dello stesso sia di nuova costruzione, ovvero venga acquistata sul mercato *second hand*. La costruzione di una nuova Nave si articola nell'arco di circa 12/24 mesi ed in tal caso la disponibilità di fonti finanziarie deve essere articolata in ottemperanza alle necessità dei cantieri costruttori. Lo schema maggiormente utilizzato prevede il pagamento del 30% in tre *tranches* di cui il 10% alla firma del contratto di nuova costruzione (SAJ Form per i cantieri del Far East, oppure AWES Form per i cantieri europei), il 10% al "taglio della prima

lamiera", un ulteriore 10% dopo 6 mesi, ed un *balloon* finale pari al 70% del prezzo. La banca finanziatrice, prima di intervenire con il proprio finanziamento, chiede all'armatore di utilizzare i mezzi propri previsti per pagare le competenze del cantiere, che ha a sua volta esigenze finanziarie diverse dall'armatore, in quanto deve fronteggiare i costi di costruzione nell'arco temporale che intercorre tra l'inizio dei lavori e la consegna della Nave. La fonte di copertura di tali costi è rappresentata dall'incasso delle rate contrattuali corrisposte dal committente e, nell'intervallo tra le stesse, potrà fare ricorso temporaneo a fonti di credito a breve ed alle dilazioni di pagamento dei fornitori. In ogni caso, il cantiere ha la necessità di avere la certezza di ricevere quanto dovuto dal committente alla maturazione della rata contrattuale. Per questo motivo, il cantiere può chiedere all'armatore-committente una cessione del finanziamento ottenuto dalla banca finanziatrice o, più probabilmente, una delega irrevocabile di pagamento della banca nei confronti del cantiere per le rate contrattuali previste. Diversamente il cantiere può procedere alla stipula di un accordo con la propria banca, in base al quale quest'ultima si obbliga ad erogare il 50% della rata contrattualmente stabilita, con la formula *revolving*.

Come si è detto, la banca che finanzia il committente interviene durante la costruzione della Nave, periodo durante il quale, a garanzia del credito concesso, chiede al cantiere costruttore di rilasciare, per le rate contrattuali pagate dall'armatore e/o dalla banca finanziatrice, una *refund guarantee* bancaria. In tal modo si assicura il rimborso, più interessi ed eventuali penali, degli importi anticipati in caso di inadempimento da parte del costruttore, o di una sua incapacità ad adempiere gli obblighi contrattualmente stabiliti, rappresentati in via principale dalla consegna della Nave nei termini.

A partire dalla consegna della Nave a committente, iniziano a decorrere i termini per ripagare il finanziamento, stipulato in media circa 24 mesi prima. Una pratica diffusa che mette al riparo il mutuatario dall'oscillazione dei tassi di interesse, è quella di fissare il lo stesso mediante *pre-hedging*, anche presso un altro istituto bancario. In questo modo il mutuatario neutralizza l'incertezza del costo del finanziamento postergato, come si è detto di circa 24 mesi. Lo strumento di garanzia contro l'inadempimento principale nel finanziamento navale per l'istituto mutuante è l'ipoteca di primo grado (*Mortgage*) generalmente sottoposta al diritto inglese, iscritta sulla Nave, oltre alla eventuale cessione dei noli qualora sussistano già contratti in essere per la Nave, o più genericamente dei proventi derivanti dal suo utilizzo. Ulteriore strumento di garanzia per la banca è la garanzia assicurativa, la quale prevede genericamente, la titolarità della Banca a percepire i rimborsi delle assicurazioni in caso di perdita totale della Nave, o in altre circostanze contrattualmente previste. Tra gli strumenti enunciati, ad eccezione della refund guarantee, l'iscrizione di ipoteca rappresenta senz'altro il più affidabile.

Si deve precisare che tale strumento si è rivelato inadeguato a garantire in modo appropriato il credito nel periodo di forte recessione del settore. Infatti, come si è detto, il valore della Nave dipende direttamente dai flussi di cassa prospettici che essa è in grado di generare. Ne consegue che a seguito del crollo dei noli gli *assets* si sono fortemente svalutati e, conseguentemente, la garanzia ipotecaria ha perso gran parte del suo originario valore: la vendita forzata del bene non era in grado di ripianare l'esposizione debitoria del committente. Al fine di ovviare a tale problematica, oggi viene largamente utilizzata la clausola *Loan to Value*, ovvero viene effettuata, a partire dalla stipula del finanziamento, una valutazione trimestrale del valore commerciale dell'*asset*. La *Loan to Value Clause* stabilisce che tale valore deve essere sempre pari al 130/140% del debito residuo. Qualora tale condizione non sussista, il mutuatario dovrà reintegrare il valore attraverso un rimborso di parte del finanziamento.

STRUMENTI OBBLIGAZIONARI

Le difficili condizioni di accesso al debito hanno spinto le compagnie di navigazione, tradizionalmente legate al finanziamento bancario, a cercare nuove forme di finanziamento. Tra queste una valida alternativa è stata rappresentata dall'accesso ai mercati internazionali del capitale di debito. A partire dal 2009 il mercato ha registrato un notevole aumento nell'emissione di *bond* da parte di compagnie armatoriali per lo più asiatiche e statunitensi, le quali hanno fatto ricorso ad una ampia varietà di strumenti obbligazionari; dalle obbligazioni societarie fino a strumenti più complessi come le obbligazioni convertibili e le obbligazioni *sukuk*. Basti pensare che il volume totale di *bond* emessi in Cina da compagnie armatoriali nel 2011 è stato pari a USD 3.6 miliardi, contro i USD 1.2 miliardi del 2010. Il trend è confermato dalle emissioni delle compagnie armatoriali di Giappone e Taiwan, con un'emissione complessiva tra i due paesi di 3 miliardi USD di *bond* nello stesso anno. Hanno avuto luogo nel mercato obbligazionario anche importanti operazioni transfrontaliere quali ad esempio l'emissione di USD100 milioni in obbligazioni convertibili dalla PT Berlian Laju e l'offerta di 1 miliardo di dollari obbligazioni *senior* garantite da Vantage Drilling Company, offerte ad acquirenti istituzionali statunitensi qualificati.

Ciò posto, nel mercato globale dello shipping, risulta evidente che le obbligazioni rappresentano una fonte vitale di finanziamento per le imprese armatoriali in quanto i proventi raccolti sono generalmente utilizzati per rimborsare il debito bancario, rifinanziare obbligazioni in scadenza e sostenere aumenti di capitale. Storicamente i mercati obbligazionari non sono stati mai visti come una fonte di finanziamento

navale tipica, ma il trend di nuove emissioni sembra destinato a continuare, attraverso l'implementazione della varietà degli strumenti obbligazionari, in modo che siano maggiormente corrispondenti alle esigenze di finanziamento, consentendo alle compagnie di navigazione l'accesso a comunità di investitori che altrimenti sarebbero stati non disponibili.

Infatti, dopo la grave crisi dei mercati internazionali dei capitali di debito durante la crisi finanziaria globale, più di recente, tali mercati sono diventati più attivi e la liquidità è aumentata.

La crescente popolarità di finanziamento obbligazionario nel settore dei trasporti marittimi e l'interesse delle compagnie marittime e dei loro consulenti nella creazione ed individuazione di strutture di raccolta fondi innovativi, hanno portato le aziende di trasporto in questione all'emissione di strumenti obbligazionari anche più complessi. In particolare, oltre alle obbligazioni *plain vanilla* possono essere emessi *convertible bond*, ovvero obbligazioni che danno diritto al possessore di convertire l'investimento in una forma diversa, di solito nelle azioni ordinarie della società che emette il *bond*, in base a una formula di concambio predeterminata. Detenere un'obbligazione convertibile equivale quindi ad avere insieme un *bond* e un'opzione *call* sulle azioni ordinarie dell'emittente, dove l'opzione può essere esercitata in ogni momento consegnando il *bond* alla società. In cambio si otterrà un numero di azioni prefissato, dettato appunto dal rapporto di conversione. A fronte di una cedola generalmente inferiore alle remunerazioni offerte dai titoli di stato, il detentore delle convertibili potrà quindi beneficiare di un eventuale apprezzamento delle quotazioni della società di cui potrà diventare azionista spogliandosi parallelamente dello status di creditore, visto che il valore dell'investimento crescerà in proporzione. Diversamente, un decremento del valore delle azioni connesse ai *bond*, causerà un progressivo deprezzamento dell'investimento, che troverà comunque un freno nel momento in cui il rapporto tra cedola e prezzo dell'obbligazione si allinea ai rendimenti offerti dai corporate *bond* con analogo rischio emittente.

Un altro strumento complesso che ha trovato ingresso nel settore è il *covered bond*, che garantisce la restituzione di capitale ed interessi grazie al vincolo di una fetta dell'attivo patrimoniale della banca destinato esclusivamente alla remunerazione ed al rimborso del *bond*.

Per quanto attiene alle modalità di collocamento, il *public placement* rappresenta la principale formula di allocazione sul mercato di titoli obbligazionari. Tale procedura è senza dubbio più complessa e onerosa per l'emittente. Le principali limitazioni sono dovute alla necessaria presenza di un *business plan* elaborato con meccanismi scientifici da studi di consulenza, oltre all'attribuzione di uno o più *rating* (generalmente Moody's, SP e Fitch) e del *listing*, oltre alla dimensione minima dell'emissione.

Infatti, tale *size* non dovrebbe, per ragioni di opportunità, essere inferiore ai 500 milioni di Euro, in considerazione delle prerogative di investimento dei grandi investitori e delle spese sostenute per la procedura di emissione. Inoltre, il collocamento pubblico impone generalmente la sussistenza di *coverants* quali il *negative pledge* (ovvero la limitazione dell’iscrizione di ipoteca sugli *assets* aziendali in capo all’emittente), limitazioni all’indebitamento (rapporto EBITDA/debito) ed un patrimonio netto minimo.

Diversamente, con il *private placement* gli emittenti offrono strumenti finanziari di nuova emissione che vengono collocati presso un numero limitato di destinatari (investitori istituzionali come fondi comuni, banche e intermediari finanziari italiani e esteri, società fiduciarie oppure privati di elevato *standing*). Questo meccanismo di collocamento riguarda generalmente emissioni di dimensioni non significative e può essere adottato in occasione di aumenti di capitale di società non quotate. L’emittente concorda con una ristretta e selezionata cerchia di investitori volume, prezzo e condizioni dell’emissione. Spesso il collocamento privato costituisce il primo passo per un successivo accesso ai mercati finanziari regolamentati. Il *private placement* è in grado di finanziare le aziende con un costo inferiore rispetto a quello necessario per un’offerta pubblica. Inoltre consente di avere un maggior controllo sull’intero processo: garantisce una maggior flessibilità sull’ammontare e sul tipo di finanziamento e permette alle aziende di scegliere i propri investitori. Inoltre, l’accordo preventivo con gli investitori può rendere rapidi i tempi di realizzazione e può assicurare il totale collocamento dei titoli. Tuttavia, tali decisioni necessitano di un’accurata *due diligence* e di un’attenta valutazione dei fattori di rischio: i titoli venduti tramite collocamenti privati non sono infatti quotati in borsa e, di conseguenza, sono meno liquidi. Gli investimenti di *private placement* richiedono quindi un’elevata tolleranza al rischio, minimi problemi di liquidità e possibilità di impegnarsi a lungo termine: in buona sostanza, gli investitori devono essere in grado di sostenere la perdita dell’intero investimento.

Oltre alle caratteristiche menzionate, il vantaggio della procedura di *private placement* consiste nella possibilità di una *size* ridotta rispetto all’emissione pubblica di *bond*. Infatti l’emissione può variare da una dimensione di 50 milioni, fino ad un massimo di 250 - 300 milioni di Euro. Inoltre, per espletare la procedura di emissione, non è necessario un *rating* certificato, come prescritto invece per l’emissione pubblica. A differenza di quest’ultima infatti, nel collocamento privato non si procede al lancio dell’offerta pubblica e si elimina quindi il rischio di *execution*, ovvero il rischio che l’ammontare totale del debito obbligazionario offerto in sottoscrizione ad un determinato tasso di remunerazione, non trovi il favore degli investitori e non venga quindi acquistato per l’intero.

Nel processo di definizione dell'operazione l'azienda può essere supportata da intermediari finanziari specializzati in operazioni di *corporate finance*. Secondo la prassi internazionale (in linea con i principi stabiliti dalla *Securities Exchange Commission*) è prevista la stesura di un *memorandum* (contenente informazioni sulla situazione finanziaria dell'emittente e dei fattori di rischio dell'investimento, utili agli investitori) e di un documento di offerta, o *circular offering*. In quanto rivolto a soggetti qualificati, il *private placement* permette la predisposizione di un'attività di marketing semplificata e non sono richiesti obblighi informativi particolari. In Italia vengono seguite le linee guida definite dalla prassi internazionale poiché non sono previste normative specifiche.

Le uniche limitazioni poste dal legislatore sono quelle definite dal Codice Civile (Art. 2410 e seguenti). Qualora obbligazioni o altri strumenti vengano ricollocati presso i risparmiatori, gli investitori professionali destinatari del *private placement* rispondono della solvibilità dell'emittente per un periodo di un anno, in accordo con le disposizioni del Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria (TUF) e del Regolamento Consob n. 11522/98. Un'ulteriore alternativa innovativa legata al finanziamento obbligazionario che potrebbe essere esplorata ulteriormente dai partecipanti al settore dei trasporti marittimi è l'emissione di *sukuk*, conosciuti come "bond islamici". Anche se ci sono alcuni esempi di emissioni *sukuk* nel settore dei trasporti marittimi, come i 26 milioni di dollari *sukuk* emessi da Pacific Star per finanziare la VLCC Venere Gloria, l'emissione di *sukuk* da società di navigazione rimane relativamente inutilizzato. Tuttavia, le compagnie di navigazione che stanno cercando di far crescere la loro flotta e con necessità di nuove fonti di finanziamento a lungo termine dovrebbero riflettere sull'opportunità e convenienza dell'emissione di *sukuk* (che sono tenuti ad essere basati su attività materiali sottostanti). Ovviamente, le difficoltà insite nella strutturazione dello strumento non sono comparabili con l'emissione di obbligazioni convenzionali, in quanto l'operazione deve essere portata a termine nel rispetto della normativa nazionale, oltre che in osservanza dei principi della *Sharia*.

*Ricorso alle fonti
di capitale*

CARATTERI GENERALI ED IPO

Le fonti finanziarie di debito hanno rappresentato da sempre per gli armatori italiani la principale tipologia di finanziamento per l'espansione della propria flotta. Soltanto poche società armatoriali, tra le quali "d'Amico Società di Navigazione", hanno saputo cogliere negli ultimi anni la sfida offerta dalla quotazione in borsa. Una prima distinzione tra quella che rappresenta la più tradizionale ed utilizzata tipologia di fonte di debito per gli armatori italiani, ossia il finanziamento bancario e i titoli azionari espressione dell'*equity* della società, risiede nel fatto che, per la prima, la società è obbligata al rimborso del capitale ottenuto più interassi alla scadenza del contratto, nel caso della quotazione in borsa, gli *shareholders* sono una categoria a remunerazione residuale. Questi infatti, partecipando all'*equity* dell'impresa, ne accettano il rischio e quindi la possibilità di non ricevere alcun dividendo; i portatori di capitali di rischio vengono remunerati una volta che sono stati remunerati tutti gli altri fattori della produzione, ovvero nell'ipotesi in cui l'assemblea dei soci decida di sottoscrivere la distribuzione dei dividendi non indirizzando l'eventuale utile dell'impresa ad autofinanziamento.

È evidente, che la sottoscrizione di titoli azionari da parte degli investitori non faccia scattare obblighi vincolanti per la società almeno sulla carta. Tuttavia, è doveroso sottolineare che, per le imprese che intendono beneficiare dei vantaggi offerti dal sistema finanziario odierno, la *confidence* rappresenta sia la chiave per l'accesso sia il biglietto per rimanere a bordo ad un sistema fortemente sensibile a quella che è l'immagine della società nel mercato. Un armatore che intende ricorrere agli strumenti della finanza navale, ad un finanziamento bancario oppure aprire le porte al mercato dei capitali ricorrendo ai *bond*, dovrà innanzitutto preoccuparsi di quella che è l'immagine della sua società sul mercato, intervenendo sulla struttura di *auditing* e di controllo di gestione dell'impresa al fine di garantire il più alto livello di trasparenza possibile. In tale prospettiva occorre anche considerare il ruolo del *rating*.

Nonostante le pesanti critiche lanciate alle agenzie di *rating* dopo la crisi economico-finanzia del 2008, in quanto si tratta di società private non esenti da conflitto di interesse con il resto del mercato, il loro operato continua ad assumere una notevole rilevanza per gli investitori, supportandoli nella valutazione della *solvency* e della stabilità di una società. Quindi una società che intende ricorrere al sistema bancario o far ricorso sul mercato dei capitali emettendo *bond*, deve innanzitutto rivedere la propria organizzazione interna in termini di accounting, di sistema di gestione e struttura organizzativa, in un'ottica di maggiore trasparenza. Tale considerazione è ancora più importante per quelle società che decidono di affacciarsi al

sistema borsistico. In un settore altamente ciclico come quello dello shipping, in cui i noli oscillano fortemente e di conseguenza anche il prezzo delle navi, le banche tendono ad assumere un atteggiamento pro-ciclico al fine di coprirsi dal rischio, vale a dire a finanziare gli *shipowners* soltanto nel periodo di massimo splendore del settore, quando i noli toccano le punte più alte, mentre nel periodo di crisi del settore quando gli armatori hanno effettivamente esigenze di finanziamenti, le banche applicano condizioni eccessivamente onerose fuori mercato. Come si è detto, a fronte della chiusura dei rubinetti bancari e di noli che toccano livelli molto bassi, per le società di shipping sorge l'esigenza di ricorrere ad altre fonti di finanziamento: la borsa rappresenta senz'altro una delle soluzioni. Tuttavia non è una strada facile, in quanto prima di dar luogo ad un IPO, la società dovrà sostenere un consistente costo di trasformazione interno al fine di acquisire quell'*appeal* che gli consentirà di attrarre investitori esterni. A tal proposito risulta fondamentale predisporre *business plan* aggiornati su quelle che sono le attività che la società intende svolgere e rafforzare le comunicazioni finanziarie rivolte all'esterno, nell'intento di mantenere costantemente aggiornati e consapevoli gli investitori esterni sullo stato di salute dell'impresa, relativamente alla sua solvibilità e solidità patrimoniale. L'IPO, vale a dire l'offerta pubblica iniziale, rappresenta un'operazione complessa che vede l'intervento di una serie di soggetti, quali società emittenti, il *global coordinator*, *sponsors*, *specialists*, advisors finanziari, gli studi legali e i membri del consorzio di collocamento e tutta una serie di adempimenti, che vanno dalle comunicazioni da far pervenire alla CONSOB fino alla predisposizione di un prospetto informativo. L'intento di tale operazione è quello di diffondere i titoli nel pubblico creando così il flottante. Il gruppo d'Amico ha lanciato l'IPO nel 2007, anno in cui un'azione valeva €3,50, negli anni successivi la quotazione della società ha scontato gli effetti negativi della crisi del settore con la caduta dei noli, arrivando a toccare il minimo nel 2012, in cui un'azione valeva circa €0,20.

Alla fine dello stesso anno, la *governance* decise di avviare una coraggiosa operazione di aumento del capitale. Tale operazione rappresenta un atto di natura straordinaria che deve essere approvato dall'assemblea straordinaria dei soci, e può essere realizzata in due modi: con la modifica del patrimonio netto (aumento a pagamento) o con la semplice imputazione di riserve e fondi di bilancio (aumento gratuito). In entrambi i casi l'aumento può aver luogo con l'aumento del valore nominale dei titoli in circolazione o con l'emissione di nuove azioni. Tale ultima operazione determina un aumento dell'azionariato ed una diluizione della quota di possesso azionario in capo ai singoli azionisti. A fronte di tale operazione, realizzata in due *tranches*, la società quotata del Gruppo d'Amico ha registrato la migliore performance di borsa nel 2013 con una crescita del 170%.

Ciò è stato possibile grazie alla forte politica di comunicazione finanziaria intrapresa dall'azienda, che ha portato a marzo del 2014 il prezzo per azione fino ad € 0,70. Ad oggi la quotazione oscilla intorno ad €0,50 per azione. Le ragioni che spinsero il management di d'Amico ad intraprendere tale operazione sono riconducibili alle buone prospettive intraviste nel mercato, in quanto il business di d'Amico del trasporto di materie prime nel mondo è fortemente correlato alle dinamiche macroeconomiche del mercato. L'operazione consentiva di finanziare il rinnovo della flotta con l'acquisto di dodici navi eco-design, in un momento che risultava cruciale per rinnovarsi e in cui i prezzi delle navi apparivano interessanti. La scelta delle navi eco rispondeva al fatto che in futuro le navi sarebbero state valutate in base al consumo e alle emissioni.

Infatti, tale tipologia di navi consente di ridurre il consumo di carburante e le emissioni dei gas di scarico nell'atmosfera, il che ha impatto anche sull'immagine della società. In ragione della forte vocazione internazionale del gruppo d'Amico, che realizza il 90% del proprio fatturato all'estero, è stata conclusa un'operazione da 20 milioni di euro con la cessione del 10% delle azioni della quotata "Dis" (d'Amico International Shipping) a fondi di investimento americani, inglesi, norvegesi ed assicurazioni francesi. Nonostante la forte internalizzazione del Gruppo, l'obiettivo della famiglia d'Amico è quello di mantenere almeno il 51% della compagnia. In aggiunta ai fondi di investimento sopraindicati.

FORME ALTERNATIVE ALLA QUOTAZIONE

I fondi di *private equity*, rappresentano una formula alternativa per apportare capitale di rischio all'impresa, con l'ausilio di intermediari specializzati nel favorire lo sviluppo dell'impresa. Si tratta di operatori che svolgono professionalmente un'attività di investimento in partecipazioni rilevanti di imprese anche non quotate, con la finalità di accrescere il valore della partecipazione nel medio termine, per realizzare un consistente guadagno in conto capitale, *capital gain*, nel momento della cessione della stessa. È evidente che i gestori del fondo si aspettano un IRR² molto elevato (solitamente pari al 20% - 25%) prima di effettuare l'investimento, tuttavia, tale

² Il Tasso Interno di Rendimento (TIR o IRR, acronimo dall'inglese Internal Rate of Return) è un indice di redditività finanziaria di un flusso monetario. Nel caso più comune di un investimento, rappresenta il tasso composto annuale di ritorno effettivo che questo genera; in termini tecnici rappresenta il rendimento di un investimento.

parametro rappresenta esclusivamente un'aspettativa e non funge da garanzia o da cedola. Il periodo di mantenimento della partecipazione può andare dai due/tre anni ai cinque/sette anni. Un fondo di *private equity* rappresenta, quindi, un surrogato della borsa; vale a dire un'modalità alternativa per reperire *equity*, trattandosi di fondi con una forte disponibilità finanziaria.

Laddove la partecipazione venga mantenuta per un breve periodo solo per lucrare sul *capital gain*, il fondo di *private equity* non crea valore, agendo in un'ottica esclusivamente speculativa. Nell'ipotesi in cui l'investimento nel capitale della società risulti di lungo periodo si getterebbero le basi per la creazione di valore della società in cui il fondo ha investito. Nel mondo dello shipping l'intervento di fondi di *private equity* si ravvisa non solo nell'*equity* delle società, ma anche nell'ambito di operazioni di *project financing*, vale a dire operazioni di finanziamento di lungo termine da parte di un investitore esterno in cui i flussi di cassa che, l'attività sarà in grado di realizzare, fungono da garanzia (nonostante il fatto che in un settore altamente ciclico e rischioso come quello dello shipping sia molto complicato fare previsioni sui futuri *cash flow*).

L'acquisto di una Nave, ad esempio, richiede solitamente l'intervento del fondo di *private equity* per il 40 % mentre il restante 60% verrà richiesto da una banca. Nell'ambito della disciplina contrattuale di tal tipo, il ricorso a formulari regolati secondo i principi *common law* consente di ottenere un indubbio vantaggio per il fondo. Le operazioni di *corporate financing* invece, sono operazioni che riguardano l'impresa nel suo complesso, la quale svolgerà una serie di progetti e non un'unica iniziativa come nel caso di un'operazione di *project financing* per l'acquisto di una Nave; quindi il *rating* sulla società sarà di notevole rilevanza ai fini della scelta o meno di investire da parte degli investitori.

A metà strada tra fonti di finanziamento di debito e di capitale si pongono i cosiddetti "finanziamenti mezzanini", oggi poco utilizzati nella pratica data la loro eccessiva onerosità, tal tipo di finanziamenti consentono all'armatore di massimizzare il ricorso alla leva finanziaria esterna, si può utilizzare tale strumento finanziario sia rispetto ad uno specifico investimento che rispetto all'impresa. Il *leverage buyout* ad esempio, consente di acquisire una società sfruttando la capacità di indebitamento della società stessa. L'operazione prevede la costituzione di una *Newco*, in cui gli sponsor, solitamente il management dell'impresa target, immettono il capitale di rischio e di debito; successivamente la società neo costituita solitamente acquisirà per fusione la società target e il debito verrà ripagato con i flussi di cassa che la società sarà in grado di realizzare. Ulteriore strumento è rappresentato dalle obbligazioni convertibili, che in caso di esercizio dell'opzione potrebbero perdere la loro natura di fonte di debito per divenire *equity*.

Modalità alternative di finanziamento navale, ormai poco utilizzate, sono le KG/KS, le cosiddette “società dei dentisti”. Vale a dire professionisti con forte liquidità che, per ridurre il carico fiscale sul reddito imponibile, costituiscono società dedito a forti investimenti, quali l’acquisto di navi. Queste società effettueranno ammortamenti accelerati al fine di determinare delle perdite da dedurre dal reddito imponibile; tali società hanno portato al fallimento di diverse banche tedesche. Il *tax lease* spagnolo, invece, prevede la costituzione di una società che prenderà in leasing una o più navi per dedurre i canoni di leasing dal reddito imponibile. Con tale operazione, quindi, si intende ridurre la tassazione dal capitale proprio. Entrambe le operazione appaiano giustificate da un punto di vista finanziario se legate ad un *time charter long*.

*Simulazione di
finanziamento navale*

MODALITÀ DI COPERTURA DAL RISCHIO SUI TASSI DI INTERESSE

Saranno ora brevemente trattate le modalità di copertura dal rischio (*hedging*) sui tassi di interesse, esigenza in cui una società richiedente un qualunque tipo di finanziamento può venire a trovarsi. La società potrà ricorrere a strumenti derivati come l'*interest rate swap*. Questo è un contratto in base al quale due parti assumono il reciproco impegno di scambiarsi pagamenti periodici di interessi, calcolati su un capitale di riferimento, detto nozionale, per un periodo di tempo predefinito, pari alla durata del contratto stesso. Nella forma contrattuale più semplice, una parte effettua pagamenti a tasso variabile, calcolati in funzione di un prefissato indice di riferimento, e riceve pagamenti a tasso fisso per tutta la durata del contratto. Tali strumenti sono negoziati su mercati *over the counter*, ovvero mercati, sia domestici che internazionali, non regolamentati. L'operazione di *pre-hedging* consente al soggetto finanziato, con una *view* rialzista sul costo del debito, di fissare il tasso di interesse alla stipula del contratto. Tuttavia, tale tecnica è considerata speculativa dai principi contabili internazionali IAS 39, qualora l'operazione sia svincolata completamente dall'ottenimento del finanziamento. Nel caso specifico di società armatoriali, non viene adoperata un'ottica speculativa, in quanto la fissazione del tasso avviene in forma preventiva rispetto alla concreta emissione del finanziamento, ma pur sempre una volta ottenuto contrattualmente lo stesso.

Oltre all' IRS, esistono altre modalità di copertura dal rischio sui tassi. Evitando di elencarle tutte, è possibile citare il CAP, ossia la fissazione di un tetto massimo: continuando a pagare un tasso variabile, si determina allo stesso tempo il costo massimo del debito a medio/lungo termine. Questo fornisce al cliente, dietro il pagamento di un premio, il diritto di incassare la differenza (se positiva) tra il tasso variabile di riferimento ed un livello di tasso prefissato (*strike* del Cap). Il cliente si assicura così che il costo degli oneri finanziari non sarà mai superiore al livello fissato dallo *strike* del Cap; al di sotto di tale livello il cliente continuerà a pagare il tasso variabile, beneficiando di una eventuale riduzione dei tassi di interesse.

SIMULAZIONE DI ACQUISTO NAVE

Dopo aver illustrato le varie peculiarità del settore e le metodologie con cui una società armoriale può provvedere al suo fabbisogno finanziario, si ha ora intenzione di presentare una simulazione di finanziamento navale tramite il canale bancario.

Tale simulazione si sviluppa seguendo la metodologia utilizzata dal Gruppo d'Amico, la quale rappresenta un esempio virtuoso in un contesto economico-finanziario di crisi, in cui molte società armatoriali italiane, si trovano in una necessaria fase di ristrutturazione del debito.

La Nave oggetto di acquisto è una Product Tanker di tipo Handysize da 50.000 DWT. Nel contratto di costruzione (SAJ Form), stipulato in data 02/07/2014, tra il committente e il cantiere (i più competitivi risultano in data odierna quelli sud-koreani), si stabiliscono le seguenti condizioni:

- Prezzo della Nave: USD 35,000,000 (secondo i prezzi di mercato seguenti i noli previsti al 2016, pari a USD 17,000/per diem).
- Consegna prevista: 02/07/2016
- Modalità di pagamento in quattro *tranches*, rispettivamente al:

Data	Tempo (T1 = 1 mese)	Importo (USD)	Causale
02/07/2014	T0 Firma del SAJ Form	3.500.000	1° acconto 10%
02/01/2015	T6	3.500.000	2° acconto 10%
02/04/2015	T10 Steel Cutting	3.500.000	3° acconto 10%
2/07/2016	T24 Consegna Nave	24.500.000	Saldo 70% (da parte della banca finanziatrice)

Successivamente all'ordine della Nave al cantiere, si effettua il primo contatto con la banca (T1) con cui si ha intenzione di richiedere il finanziamento³ del 70% del prezzo Nave. Tale decisione scaturisce dalla scelta della società di utilizzare fondi propri fino a quando l'*asset* Nave non sia del tutto ultimato, così da non esporre la banca al rischio di mancata *execution* da parte del cantiere. L'istituto finanziatore sarà quindi maggiormente propenso a stabilire condizioni contrattuali più favorevoli non andando a finanziare un *asset* ancora non esistente. Inoltre, per la definizione delle condizioni, si rende necessario indicare quali sono gli elementi e gli indicatori che consentono ad una società di navigazione di raggiungere l'adeguato *standing*, per l'ottenimento del finanziamento e l'emissione dello stesso a condizioni maggiormente favorevoli. L'istituto finanziatore infatti, come si è accennato, nella valutazione dell'impiego, deve portare a termine un'attenta analisi economico-finanziaria, al di là dell'adegua-

³ Aziende solide riescono ad ottenere condizioni di finanziamento più favorevoli rivolgendosi ad istituti nord europei, più competitivi sul mercato dei capitali. Ad oggi le banche italiane risultano meno competitive, seppur le ultime capitalizzazioni degli istituti abbiano permesso maggiore competitività di alcune di queste (Banca Intesa).

ta *predictability of asset return*, mediante una valutazione dei principali indicatori dello stato di salute dell'azienda⁴. Particolare rilevanza sarà rivestita dalla storia, dal management dell'azienda, dal merito creditizio e dalla *reputation*⁵. Sulla base di questi parametri la banca procede all'attribuzione del *rating* interno, grazie al quale decide lo *spread* da applicare in aggiunta del *benchmark* (parametro di riferimento su cui si basa il costo del finanziamento). Nel caso di specie, in virtù della rischiosità dell'azienda, l'istituto elabora una proposta contrattuale (*term sheet*) sulla base delle necessità della committente, alle seguenti condizioni:

Ammontare del finanziamento	24.500.000 USD		
Durata del finanziamento (tenore)	10 anni		
Modalità di rimborso ⁶	Misto (ammortization 9 rate + balloon finale)	10 rate annuali	Profilo rateale 15 anni
Ammontare n°9 rate:	1.634.000 USD	Balloon:	9.800.000 USD

Per quanto riguarda la scelta del *benchmark* del finanziamento su cui basare l'ipotesi contrattuale, la committente opta per un tasso fisso, tramite la stipula di uno *swap*, per coprirsi dalla variazione futura dei tassi, in quanto l'azienda ha una *view* rialzista sui tassi futuri, essendo gli stessi alla data del contratto ai minimi storici.

Benchmark	Mid Swap 10 anni	1,5%	
Spread	280 BP	2,8%	(calcolato in base alla rischiosità dell'azienda, β medio di settore ed ulteriori parametri)

Alla banca saranno dovuti da parte del committente, oltre alla remunerazione del credito pro tempore, le commissioni di *upfront* e *commitment*. Le prime, in qualità di spese istruttorie, verranno corrisposte una tantum alla firma del contratto, mentre le *commitment* verranno pagate fino al tiraggio (erogazione del finanziamento) per la mancata possibilità da parte della banca di impiegare quella cifra. Ambe due sono circa pari all'1% dell'importo finanziato o al 30% dello *spread*. La società d'Amico nel 2014 è riuscita ad ottenere commissioni pari allo 0,8%, grazie al costante lavoro eseguito negli ultimi due anni sull'immagine dell'azienda.

Upfront	1 %	one off	
Commitment	1 %	Semestrale fino al 02/07/2016	
Garanzie	Ipoteca; Fideiussione della Holding Capogruppo		
Covenants: ⁷	Loan to Value	Mark to Market 135% del debito residuo	

⁴ In particolare si fa riferimento all'andamento degli indici di indebitamento (*leverage ratio*) rispetto al patrimonio netto, all'indice di struttura primario e secondario.

⁵ Per *reputation* si intende la professionalità del soggetto da finanziare in base alla sua storia, affidabilità e posizione nel mercato del trasporto marittimo, mentre per merito creditizio si intende la capacità del soggetto di rimborsare i debiti contratti alla scadenza.

A seguito dell'emissione del *term sheet*, tra T1 e T2 intervengono le negoziazioni, in virtù delle quali il committente riesce ad ottenere le seguenti condizioni di maggior favore: *spread* 2,5%; *upfront* 0,8%; *commitment* 0,8% (32% dello *Spread*); *loan to value* a 130%.

Tali condizioni saranno oggetto di futura delibera della banca (T3) e dopo ulteriori due mesi (T5) ci sarà la stipula del contratto di finanziamento; con la firma delle parti sorgerà l'immediato obbligo di pagamento dell'*upfront* di 24.500 USD. A partire da questo momento grava sulla committente l'onere di corrispondere il *commitment* alla banca pro tempore, fino all'erogazione del mutuo a T24. Contestualmente alla consegna della Nave, l'istituto finanziatore procede al pagamento del 70% residuo di debito nei confronti del cantiere. A partire da questa data da parte della committente finanziata saranno erogate le rate di mutuo annualmente, tra quota capitale e quota interessi, nelle misure seguenti:

Anno	Quota capitale (USD)	Quota interessi (USD)	Totale (USD)	Residuo (USD)
T24	-	-	-	24.500.000
A1	1.633.333	65.333	1.698.666	22.866.667
A2	1.633.333	65.333	1.698.666	21.233.334
A3	1.633.333	65.333	1.698.666	19.600.001
A4	1.633.333	65.333	1.698.666	17.966.668
A5	1.633.333	65.333	1.698.666	16.333.335
A6	1.633.333	65.333	1.698.666	14.700.002
A7	1.633.333	65.333	1.698.666	13.066.669
A8	1.633.333	65.333	1.698.666	11.433.336
A9	1.633.333	65.333	1.698.666	9.800.003
A10	9.800.003		9.800.003	0
Totale	24.500.000	587.997	25.087.997	

⁶ Per quanto riguarda le modalità di rimborso, queste possono essere *amortizing*, *bullet* o miste. Nel primo caso gli interessi e quota capitale saranno corrisposti in rate pro tempore, mentre con la modalità *bullet*, la restituzione avverrà in un'unica soluzione. Il sistema misto, prediletto dal gruppo d'Amico, prevede una contemporaneità delle due modalità. In particolare vengono previste delle rate di rimborso a 15 anni che lasciano la facoltà al committente di restituire al termine del settimo/decimo anno il debito residuo per intero, mediante il pagamento di un *balloon* finale, in modo da poter procedere alla vendita della Nave, ancora nel pieno della sua vita utile, a seguito dell'estinzione del finanziamento e della cancellazione dell'ipoteca sulla stessa.

⁷ Per semplicità è stato riportato in tabella solo il *Loan to Value*. Ulteriori *covenants* possono essere: rapporto minimo *Equity/Debito*; rapporto *EBITDA/Debito*; patrimonio netto minimo; non iscrizione di ulteriori ipoteche sugli *assets* aziendali (*negative pledge*).

Durante la vita del finanziamento, si ipotizza di ricevere una offerta di acquisto della Nave ad un prezzo maggiore rispetto al valore di mercato. Nel caso si decidesse di accettare tale offerta, ne conseguirebbe la necessità di estinzione anticipata del contratto di mutuo. Se il finanziamento fosse stato concesso ad un tasso variabile, non ci sarebbero oneri accessori ad esclusione dei *breakage costs*, relativamente esigui. Nel caso di specie, c'è la necessità di pagare il valore dello *swap* in quel momento, secondo il relativo *mark to market*. Solo nel caso in cui quest'ultimo sia inferiore alla plusvalenza realizzata con la vendita, si potrà ritenere l'operazione conveniente. La società, nell'ipotesi in cui non decida di vendere l'*asset*, potrebbe valutare inoltre la possibilità di piazzare lo *swap* contratto nel 2014 su un mercato OTC, realizzando una eventuale plusvalenza/minusvalenza da contabilizzare in CE. Ci dovrà essere contabilizzazione esclusivamente dopo l'erogazione del mutuo da parte della banca, ossia nel caso di specie solo dopo che la Nave sia stata consegnata. Viceversa, in un momento precedente l'erogazione del finanziamento da parte della banca in cui lo *swap* sia stato già contratto, non dovrà esserci necessariamente contabilizzazione in CE dell'eventuale plusvalenza/minusvalenza. Ne conseguirebbe il passaggio del residuo del debito, da un tasso fisso ad un tasso variabile. La valutazione sarà effettuata sul maggiore tra la plusvalenza realizzata dalla vendita dello strumento, il costo più alto del capitale passando ad un tasso variabile.

CONCLUSIONI

Il sistema di canali e strumenti di finanziamento delle società armatoriali è un reticolo complesso di fonti che rivestono caratteristiche proprie, in parte difformi rispetto all'utilizzo degli stessi in aziende non appartenenti al settore dello shipping. Le fonti di finanziamento tradizionali non sono più in grado di rispondere alle esigenze di ammodernamento ed espansione delle flotte delle società di navigazione che abbiano prospettive di crescita: lo sguardo è rivolto all'emissione di obbligazioni di vario genere, a collocamento pubblico e privato, tra cui risultano di ultima diffusione i *perpetual* e *convertible bonds*, fino all'emissione di *sukuk*. Tuttavia, a prescindere dal tipo di strumento obbligazionario, la convenienza è indiscussa: basti pensare che l'emissione di *bond* nel 2011 da parte delle *shipping companies* del mercato asiatico – che appartengono ad un background culturale diverso da quello europeo - è stato pari a USD 3.6 miliardi e ha consentito di finanziare importanti operazioni di rinnovamento della flotte.

L'emissione di *bond* pubblici, che rappresenta un primo accesso al mercato, è spesso prodromica alla quotazione in borsa della società, data la necessità di patrimonializzare adeguatamente la futura quotata. Tale ipotesi è valutabile solo qualora la stessa possegga un elevato *standing*: è questo il caso della d'Amico International Shipping. La quotazione è stata possibile grazie ad un'operazione complessa, che ha visto l'intervento di una serie di soggetti, quali società emittenti, *global coordinators*, *sponsors*, *specialists*, *advisors* finanziari, gli studi legali e i membri del consorzio di collocamento, per l'espletamento di tutta una serie di adempimenti che vanno dalle comunicazioni da far pervenire alla CONSOB fino alla predisposizione di un prospetto informativo.

Nonostante le difficoltà procedurali, notevoli sono i vantaggi in termini di accesso ad una vasta gamma di investitori, il rafforzamento della propria immagine aziendale, l'adozione di una struttura di controllo e gestione interna di qualità, oltre alla residuale remunerazione degli *shareholders*.

Alla luce delle considerazioni effettuate in merito all'utilizzo delle alternative e al requisito trasversale della *reputation* aziendale, si è proceduto alla simulazione di acquisto di una product tanker Handysize. Da questa è risultato evidente il vantaggio derivante da strumenti e prerequisiti, così come descritti in precedenza, al fine di ottenere il finanziamento bancario e l'emissione dello stesso a condizioni di maggior favore per l'azienda.

In aggiunta, gli strumenti finanziari di copertura (come gli *Interest Rate Swap*) rivestono un ruolo chiave per quanto riguarda le tecniche di *hedging* e *pre-hedging*.

Preme sottolineare la necessità di utilizzare tali strumenti coerentemente con le loro finalità intrinseche e non per fini speculativi: la distorsione nell'utilizzo di tali strumenti ha giocato un ruolo determinante nella crisi, ma non per questo devono essere demonizzati. Per garantire la continuità di molte realtà eccellenti dello shipping italiano, risulta indispensabile porre in essere processi di ristrutturazione aziendali, mediante l'utilizzo di strumenti innovativi che in sempre maggior misura si stanno dimostrando estremamente efficaci.

maritime
economy