

Le dinamiche finanziarie delle imprese umbre: il ruolo di Gepafin

Salvatore Santucci* - Alfredo Massinelli**

AUR&S
Semestrale
Agenzia Umbria
Ricerche
9-10

Non si può partire da un'analisi delle dinamiche finanziarie delle imprese della nostra regione se non nel contesto dei rilevanti fenomeni in atto nelle dinamiche del credito nel nostro Paese, anche queste da inquadrare nel più ampio contesto delle modificazioni epocali in atto nel sistema del credito europeo e mondiale.

Le nuove regole di vigilanza prudenziale, note con il nome di Basilea 3, entreranno gradualmente in vigore a partire dal 2014 per passare a pieno regime dal 2019. Tali regole prevedono, tra l'altro, un rafforzamento complessivo dei requisiti patrimoniali delle banche, mediante tre direttrici:

- *maggior qualità del capitale* in termini di capacità di assorbimento delle perdite, attraverso la revisione dei criteri di eleggibilità delle poste patrimoniali, la revisione dei filtri prudenziali e la conseguente definizione di un aggregato di maggiore qualità identificato dal Common Equity Tier 1 (CET1), costituito essenzialmente da azioni ordinarie e riserve di utili
- *incremento dei ratio patrimoniali minimi*: il CET1 passerà dal 2 al 4,5%, il Tier 1 Ratio dal 4,5 al 6%, il Total Capital Ratio sarà invece mantenuto pari all'8% degli asset ponderati per il rischio; verrà introdotto progressivamente un Capital conservation buffer fino al 2,5% a regime
- *introduzione di un indice di leva finanziaria* (leverage ratio) non 'risksensitive', definito come rapporto tra Tier 1 e Totale attivo, con un livello minimo da rispettare per limitare il ricorso all'indebitamento (pari al 3%, ma ancora in corso di valutazione da parte dell'Autorità di Vigilanza).

In tale contesto di evoluzione normativa, i gruppi bancari italiani hanno registrato, nel corso dell'ultimo biennio, un sensibile miglioramento dei requisiti patrimoniali e la maggior parte di loro già oggi risulta allineata ai ratio richiesti da Basilea 3. Infatti, secondo una recente indagine condotta da Banca d'Italia e pubblicata lo scorso mese di aprile, al 30 giugno 2012 il fabbisogno complessivo di capitale delle banche italiane si stimava a circa 9 miliardi di Euro, in significativa riduzione rispetto a

* *Presidente Gepafin.*

** *Gepafin.*

quanto identificato nella precedente rilevazione del 2010 e pari a circa 35 miliardi di Euro.

Nonostante il rilevante miglioramento dei requisiti patrimoniali del sistema bancario, uno studio della Società McKinsey quantifica, per i prossimi anni, una minore disponibilità di credito a livello nazionale per circa 150 miliardi, che farebbe seguito alla forte contrazione del credito già in atto (a livello nazionale - 40 miliardi di prestiti alle imprese solo negli ultimi 12 mesi). Infatti, negli ultimi anni, per la prima volta in Italia, abbiamo assistito ad una progressiva riduzione dei prestiti. A partire dal 2012, i prestiti alle imprese si sono contratti in tutte le aree del Paese. La flessione, di entità simile nelle ripartizioni territoriali, si è concentrata nella seconda parte dell'anno. Vi hanno inciso sia l'indebolimento della domanda, connesso al calo degli investimenti, sia il mantenimento di un orientamento restrittivo nelle politiche di offerta delle banche, legato al deterioramento della qualità del credito indotto dalla recessione.

In tutte le aree territoriali del nostro Paese la contrazione dei prestiti bancari ha riguardato sia le imprese più grandi sia, in misura più pronunciata, quelle di minori dimensioni, che hanno maggiori difficoltà di accesso a fonti di finanziamento alternative. I dati indicano che la contrazione del credito iniziata già nel 2012, si è fortemente accentuata nel corso del 2013. (su base annua: giugno 2013 -4,0%; agosto 2013 -4,6%; ottobre 2013 -4,9%).

I valori attuali hanno raggiunto livelli negativi peggiori di quelli registrati al termine della prima fase della recessione economica (fine 2009).

Secondo le banche intervistate da Banca d'Italia, nell'ambito dell'indagine trimestrale sul credito bancario, nel secondo trimestre del 2013:

- “il grado di restrizione dei criteri adottati nella concessione dei prestiti alle imprese è rimasto sostanzialmente invariato e le politiche di offerta continuavano a risentire della percezione sul rischio di credito;
- la domanda di credito delle imprese continuava ad essere influenzata dai ridotti fabbisogni per investimenti”.

Il contesto locale

I dati sull'andamento dei prestiti bancari alle imprese umbre, pur negativi, non confermano a prima vista la forte contrazione che si registra a livello nazionale. La minor contrazione dei prestiti bancari nella regione è, tuttavia, in parte motivata dalla percentuale più elevata di crediti deteriorati, che per loro natura non possono essere oggetto di “credit crunch”.

Il confronto fra l'andamento del valore aggiunto delle imprese regionali e l'andamento degli impieghi verso imprese al netto delle sofferenze indica che a partire dal 2011 è iniziata, anche nel nostro contesto, una progressiva contrazione del credito a favore delle imprese attive (tab. 1).

TAB. 1 - VARIAZIONI DEGLI IMPIEGHI VERSO LE IMPRESE (2009-2011)

Variatione a/a	2009	2010	2011	2012
Impieghi vs. imprese al netto sofferenze	-0,32%	3,77%	-0,48%	-4,42%
Valore aggiunto settori produttivi (*)	-6,64%	1,77%	1,64%	-2,03%

(*) Escluse attività finanziarie e assicurative, amministrazione pubblica e attività di famiglie.

Fonte: elaborazione Gepafin.

L'andamento dei valori sta riportando il rapporto fra impieghi verso le imprese al netto sofferenze e valore aggiunto dei settori produttivi sui livelli esistenti all'inizio della crisi economica (tab. 2).

TAB. 2 - RAPPORTO IMPIEGHI/SOFFERENZE DELLE IMPRESE (2008-2012)

	2008	2009	2010	2011	2012
Impieghi al netto sofferenze / valore aggiunto settori produttivi	80%	85%	87%	85%	83%

Fonte: elaborazione Gepafin.

Per le imprese umbre il tasso di decadimento è passato dal 3,1% del 2011 al 4,2% del 2012, attestandosi su livelli superiori alla media nazionale. A giugno 2013 il tasso di decadimento per le imprese, calcolato sempre su base annuale, ha raggiunto il valore del 4,4%. La situazione è peggiore per le imprese con meno di 20 addetti per cui il tasso di decadimento si è attestato al 5,2%.

In Umbria il rapporto sofferenze lorde su impieghi verso imprese è superiore alla media nazionale registrando un valore a giugno 2013 pari a 14,1% (tab. 3).

TAB. 3 - PRESTITI BANCARI E SOFFERENZE VERSO IMPRESE IN UMBRIA

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	SOFFERENZE					
Società non finanziarie	415	620	831	1.219	1.572	1.636
Famiglie produttrici	106	129	159	213	271	308
TOTALE	521	749	990	1.432	1.843	1.944
	RAPPORTO SOFFERENZE/IMPIEGHI					
Società non finanziarie	3,8%	5,5%	7,0%	10,0%	13,0%	13,7%
Famiglie produttrici	6,3%	7,6%	8,9%	11,5%	15,0%	17,2%
TOTALE	4,1%	5,8%	7,3%	10,2%	13,3%	14,1%

Fonte: elaborazione Gepafin.

L'ammontare delle sofferenze lorde si è quasi quadruplicato nel periodo dicembre 2008 - giugno 2013, sia in valore assoluto sia in percentuale sugli impieghi in essere.

Il differenziale tra il costo del debito a breve termine pagato dalle imprese rischiose e quello pagato dalle imprese sicure è salito a 3,8 punti percentuali nell'ultimo trimestre del 2012, circa un punto in più rispetto all'analogo periodo del 2011. Nel segmento dei finanziamenti a medio e a lungo termine il differenziale è stato più contenuto e pari a

1,6 punti nella media del 2012 (i crediti a medio e a lungo termine alle aziende rischiose sono più frequentemente assistiti da garanzie reali: 56% contro 46%).

In sintesi si può affermare che complessivamente il sistema bancario regionale ha sostenuto le imprese del territorio nel primo periodo della crisi economica. A partire dalla fine del 2011 è però iniziata una contrazione dell'offerta del credito alle imprese attive dovuta:

- all'erosione delle risorse patrimoniali conseguente all'aumento esponenziale delle sofferenze;
- ai fabbisogni prospettici di patrimonio per corrispondere ai nuovi requisiti di Basilea 3.

Si può prevedere che per il territorio, oltre alla necessità "storica" di attrarre nuovi investitori, esisterà la stringente necessità di attrarre (o perlomeno mantenere) i finanziatori, cioè banche disponibili ad erogare credito alle imprese regionali, soprattutto quelle di piccola dimensione. In assenza di interventi correttivi la scarsità di risorse potrebbe costituire un freno alle possibilità di sviluppo delle piccole e medie imprese umbre.

Il sistema delle garanzie

I dati della Centrale dei rischi segnalano un aumento della quota di prestiti assistiti da garanzie reali o personali (67,6% del totale nel 2012, contro 63,5 nel 2007). Il ricorso alle garanzie è risultato determinante per l'accesso al credito da parte delle imprese di dimensione minore, per le quali la quota di prestiti assistiti da garanzie era pari all'82% alla fine del 2012.

È convinzione diffusa che l'intervento pubblico avrà un ruolo importante per migliorare il contesto in cui si troverà ad operare il sistema bancario, mettendo a disposizione Fondi di garanzia con risorse adeguate, che operino secondo il criterio della massima efficacia come strumenti di sostegno per l'accesso al credito. Le Regioni che sapranno dotarsi della migliore strumentazione offriranno alle imprese del proprio territorio un importante vantaggio competitivo.

È importante evidenziare che dal punto di vista economico questo vantaggio competitivo non potrà essere "generato" che in parte limitata da iniziative private: con l'introduzione di Basilea 2, i garanti vigilati e le banche sono di fatto sottoposti a norme equivalenti in termini di assorbimento di patrimonio e di struttura organizzativa; tecnicamente ciò comporta che il pricing applicato dal garante per il rischio assunto non potrà mai essere inferiore alla riduzione del pricing applicato dalla banca a seguito del trasferimento del rischio.

Inoltre l'attuale valutazione di merito di credito attribuito dalle agenzie di rating all'Italia, fa sì che alle esposizioni verso intermediari vigilati debba applicarsi un fattore di ponderazione pari al 100%. Ciò annulla di fatto il beneficio connesso alle garanzie rilasciate dagli intermediari vigilati a favore di Banche che adottano il metodo standardizzato per il calcolo del requisito patrimoniale (piccole e medie banche locali), mentre per le Banche che adottano il metodo IRB (internal rating) la miglior ponderazione del garante rispetto al garantito rimane soggetta al giudizio interno.

In questo contesto è possibile che la presenza della garanzia privata, anziché favorire la riduzione del costo di accesso al credito, generi un sovraccosto per le imprese garantite, determinato dalla duplicazione dei costi di struttura banca/garante. Nelle garanzie mutualistiche tale rischio viene contenuto e corretto mediante la stipula di specifici accordi con le Banche che prevedono l'applicazione di tassi massimi sui finanziamenti garantiti. Generalmente le banche sono disponibili a stipulare questo tipo di accordi con i soggetti a cui riconoscono un ruolo relazionale di attivatori economici. In prospettiva i garanti mutualistici potranno generare vantaggi per le imprese socie quanto più saranno in grado di valorizzare e trasmettere in maniera efficiente, trasparente e fruibile per il sistema bancario il proprio patrimonio di soft information.

In tale contesto sarà, pertanto, centrale il ruolo degli strumenti pubblici di garanzia che intervengono con la garanzia d'ultima istanza dello Stato (Fondo Centrale di Garanzia; SGFA) e della Comunità Europea (FEI).

I prestiti non bancari

Le politiche creditizie delle banche nel nostro Paese hanno un effetto più rilevante, rispetto ad altri contesti, sulla effettiva disponibilità di risorse finanziarie per le imprese. Nel 2012 i prestiti bancari alle imprese rappresentavano il 20% dell'attivo delle Banche Italiane (13% la media dell'area euro) ed il 70% dei debiti finanziari delle imprese (rispetto al 38% in Francia, al 49% in Germania, a circa il 30% nei paesi anglosassoni e al 50% circa nell'area euro).

Il ricorso al mercato obbligazionario rimane in Italia una forma di finanziamento residuale riservata prevalentemente alle grandi imprese.

In tale contesto il legislatore è intervenuto con l'obiettivo di allineare le opportunità di finanziamento per le PMI italiane a quelle offerte dai più avanzati sistemi industriali e finanziari europei, rendendo possibile anche per le società non quotate l'emissione di strumenti di debito da destinarsi al mercato finanziario. In sostanza le fonti alternative di finanziamento per la crescita delle PMI sono:

- *cambiali finanziarie*, utili per finanziare l'attivo circolante, hanno durata compresa tra 30 giorni e 36 mesi;
- *obbligazioni* (Mini Bond) per sostenere gli investimenti, con scadenza uguale o superiore a 60 mesi, con clausole di subordinazione e/o di partecipazione agli utili d'impresa.

Da novembre del 2012 sono iniziate le emissioni dei cosiddetti *minibond*, le obbligazioni di imprese non quotate, destinate a circolare presso investitori qualificati, che beneficiano di un trattamento fiscale analogo a quello delle emissioni delle imprese quotate: tali collocamenti sono stati circa 20 e hanno fatto capo principalmente a grandi imprese del settore dei servizi. I titoli collocati hanno un valore complessivo prossimo a 5 miliardi e le singole emissioni sono state quasi tutte di importo superiore a 200 milioni. Soltanto 3 emissioni sono state di valore inferiore a 10 milioni di euro.

L'utilizzo del nuovo strumento finanziario è stato inizialmente limitato, se si considerano solo le PMI. Tuttavia secondo uno studio di Cerved Group di ottobre

2013, sarebbero 35.000 le imprese italiane con ricavi superiori a 5 milioni di euro e con un rating pari o superiore all'investment grade, in condizioni dunque da poter emettere minibond e/o cambiali finanziarie. Di queste 35.000 imprese, oltre 31.000 sono PMI e 420 sono ubicate nella Regione Umbria.

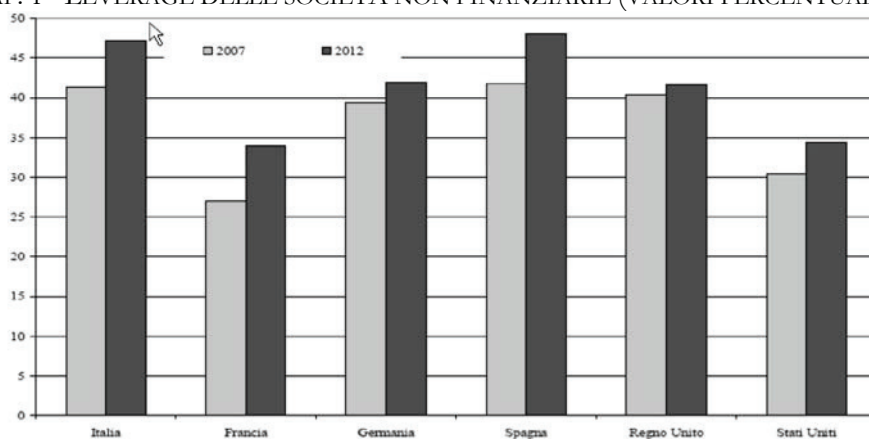
Nei mesi più recenti, sulla spinta delle tensioni nel mercato creditizio, sono state avviate o proposte numerose iniziative, basate soprattutto sullo strumento del fondo chiuso, per investire in obbligazioni, o prestiti di imprese non quotate. Questi credit funds prevedono generalmente un attento vaglio degli emittenti e una gestione attiva del portafoglio in un orizzonte di investimento di medio-lungo periodo. Tra i finanziatori istituzionali operanti oggi in Italia esistono margini per un significativo ampliamento degli investimenti diretti in obbligazioni private o, indiretti, tramite credit funds. Per i fondi comuni aperti, le obbligazioni quotate emesse da società non finanziarie rappresentano una quota molto contenuta del portafoglio complessivo, e i titoli non quotati sono molto al di sotto dei limiti normativi. Investimenti rilevanti possono essere, inoltre, effettuati dalle compagnie assicurative e dai fondi pensione.

Il capitale proprio

Una corretta politica finalizzata al potenziamento e consolidamento finanziario dell'impresa, in particolare piccole e medie non può prescindere da un'analisi della loro struttura patrimoniale e dei livelli di patrimonializzazione.

Con circa 1.300 miliardi di debiti finanziari e 1.400 di patrimonio netto (valutato ai prezzi di mercato), alla fine del 2012 il leverage delle imprese italiane, pari al rapporto tra i primi e la somma di entrambe le voci, era del 48%, superiore alla media europea pari al 42% (graf. 1).

GRAF. 1 - LEVERAGE DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE (VALORI PERCENTUALI)(*)

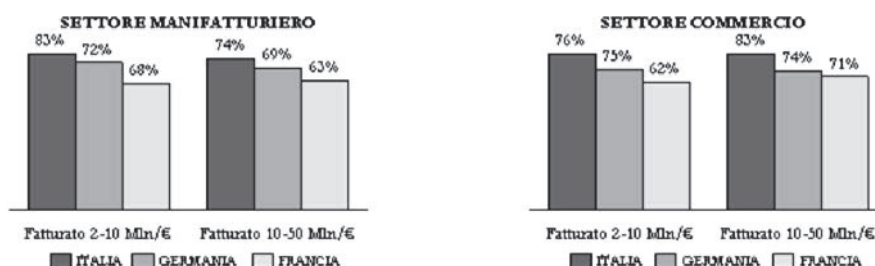


(*) Rapporto tra debito finanziario e la somma dei debiti finanziari e del patrimonio netto valutato a prezzi di mercato.

Fonte: Conti finanziari.

Si rileva, inoltre, che il maggior leverage delle imprese italiane è un fattore endemico indipendente dal settore di appartenenza delle imprese (graf. 2).

GRAF. 2 - RAPPORTO DEBITO/ATTIVO DELLE IMPRESE DEI SETTORI MANIFATTURIERO E DEL COMMERCIO



Fonte: elaborazione Gepafin.

Fino allo scoppio della crisi, le imprese italiane, comprese le PMI, hanno potuto aumentare il proprio indebitamento, nonostante la debolezza della redditività operativa, grazie alla presenza di condizioni di accesso al credito favorevoli. Questo fattore risulta chiaramente evidenziato dall'andamento del rapporto fra investimenti realizzati e autofinanziamento fino all'anno 2008.

La modesta capitalizzazione delle imprese italiane è da lungo tempo tema di analisi da parte delle Istituzioni. Da ultimo l'audizione di Banca d'Italia alla Commissione Finanze della Camera dei Deputati, tenutasi ad ottobre 2013, di cui di seguito si riportano alcuni spunti di riflessione.

“Il modello di finanziamento delle imprese, caratterizzato dalla scarsa capitalizzazione, riflette alcuni tratti strutturali del nostro sistema produttivo. La piccola dimensione delle aziende e la natura familiare della proprietà rendono gli imprenditori restii ad aprire il capitale all'ingresso di nuovi soci od a reperire fondi sul mercato o presso investitori istituzionali diversi dalle banche. Si tratta, infatti, di scelte che comportano costi, elevati e permanenti, legati alla maggiore trasparenza richiesta dai finanziatori o ai volumi contenuti degli strumenti finanziari collocabili dalle singole aziende, poco adeguati alle esigenze degli investitori. Pesano anche fattori fiscali, solo ultimamente superati, che, storicamente, hanno determinato un largo vantaggio del ricorso al debito rispetto al capitale di rischio.

Non possono sfuggire alcuni punti di debolezza di questo modello. Il primo è legato agli effetti di retroazione che si innescano durante le recessioni tra fragilità finanziaria delle imprese e capacità delle banche di erogare credito. Nelle fasi negative del ciclo aumenta la quota di imprese che incontra difficoltà nel rimborso dei prestiti con ripercussioni negative sui bilanci delle banche. A sua volta l'aumento dei rischi ha l'effetto di indurre le banche a politiche di offerte più prudenti e la rarefazione del credito accresce le difficoltà delle imprese. L'esperienza più recente mostra che le aziende più colpite da questa sequenza di effetti sono quelle patrimonialmente più deboli e con minore capacità di accedere a fonti di finanziamento non bancario.

Il secondo limite di un modello di finanziamento eccessivamente sbilanciato verso i prestiti bancari riguarda la capacità di destinare alle imprese risorse nelle forme che hanno maggiori capacità di sostenere percorsi di crescita. In particolare, i fondi investiti nelle imprese sotto forma di strumenti di capitale di rischio sono maggiormente idonei rispetto al debito a sostenere la ricerca e l'innovazione e, più in generale, progetti e strategie caratterizzati da elevato rischio e rendimento. Il capitale azionario non richiede garanzie, spesso non disponibili in imprese che effettuano gran parte dei loro investimenti in attività di ricerca e sviluppo, e consente all'investitore di beneficiare interamente dei rendimenti dei progetti innovativi in caso di successo. Studi empirici relativi a più paesi confermano la relazione positiva tra disponibilità di risorse patrimoniali e attività innovativa delle imprese”.

In Umbria la situazione di sottocapitalizzazione delle imprese è ancora più marcata rispetto al dato nazionale.

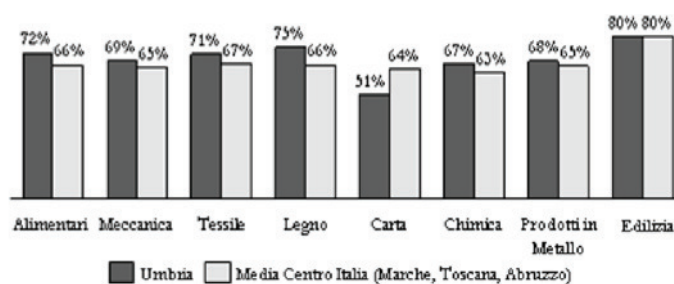
TAB. 4 - RAPPORTO INDEBITAMENTO/CAPITALE INVESTITO

Leva finanziaria imprese	2008	2009	2010
Italia	2,83	2,68	2,76
Umbria	3,64	3,8	3,8
Differenziale Umbria/Italia	+22%	+29%	+27%

Fonte: elaborazione Gepafin.

In particolare, per quanto riguarda il settore manifatturiero, questo elemento di differenziazione rispetto alla realtà nazionale non dipende dalla struttura del nostro tessuto produttivo

GRAF. 3 - RAPPORTO INDEBITAMENTO/CAPITALE INVESTITO PER SETTORE



Fonte: elaborazione Gepafin.

Coerentemente con i dati nazionali, anche per le imprese umbre risulta un livello di capitalizzazione tendenzialmente più basso per le imprese di minore dimensione (Osservatorio sulle società di capitali umbre, redatto da Unioncamere Umbria, bilanci 2011). In sostanza, non può sfuggire il collegamento logico tra minore capitalizzazione delle imprese umbre rispetto ad altri contesti analoghi per tipologia d'impresa e il maggior livello di sofferenze rispetto a quelli che forse impropriamente, oggi, potrebbero chiamarsi benchmark.

Le iniziative di Gepafin

Nel contesto di mercato fin qui tratteggiato, l'azione di Gepafin Spa, Società finanziaria mista promossa dalla Regione dell'Umbria, è stata indirizzata innanzitutto a dare definitiva operatività agli strumenti di supporto finanziario alle PMI previsti nella programmazione 2007-2013. Con il versamento di 6 milioni di euro di risorse private, effettuato dalle Banche presenti sul territorio regionale, è stato completato il cofinanziamento della Misura di Ingegneria Finanziaria dell'ultimo POR-FESR della Regione Umbria, gestito dall'ATI Prisma 2, di cui Gepafin è capofila.

Tale Misura prevede risorse per complessivi 33 milioni di euro da destinare ai servizi finanziari per le piccole e medie imprese regionali, di cui 19 milioni circa dedicati ad operazioni sul capitale di rischio e 14 milioni (gestiti insieme ai Consorzi Fidi delle Associazioni di Categoria Datoriale regionali) per rilasciare garanzie per l'accesso al credito.

In ottica di medio lungo termine e di miglioramento della propria capacità operativa, al fine di mettere a disposizione del sistema produttivo garanzie in grado di abbattere gli assorbimenti patrimoniali delle banche finanziatrici, Gepafin ha posto in essere diverse iniziative.

In primo luogo ha ottenuto dal Fondo Centrale di Garanzia l'abilitazione al "rilascio del merito creditizio". Questa abilitazione consente di attivare in modo sostanzialmente autonomo le controgaranzie del Fondo Centrale di Garanzia, in modo da avere una copertura dello stesso (e quindi dello Stato) sulle garanzie rilasciate. Lo stesso è avvenuto (primi in Italia) per le controgaranzie rilasciate da ISMEA, anch'esse assistite da garanzia di ultima istanza dello Stato.

È stata inoltre attivata con Unicredit un'operazione di Tranchèd Cover, che prevede il rilascio di una garanzia cumulativa su un plafond di finanziamenti messi a disposizione della Banca. L'accesso all'intervento è individuale ma, essendo una forma tecnica di garanzia eligibile per le norme di Basilea 2, consente un più "agevole" accesso al credito e un concreto e misurabile risparmio sui tassi di interesse applicati dalla Banca alle Piccole e Medie Imprese.

In merito all'altro filone di attività, quello del capitale di rischio, Gepafin entrerà con il 14% nel capitale sociale di SICI SGR (Sviluppo Imprese Centro Italia), che opera prevalentemente in Toscana e che, tuttavia, progettualmente è rivolta a tutto il Centro Italia. SICI è una società autorizzata da Banca d'Italia ad operare per lo sviluppo e la gestione di Fondi di Investimento destinati alle imprese, progetto nel quale Gepafin si propone il coinvolgimento di investitori istituzionali del territorio e non (in primis Fondazioni Bancarie della nostra Regione). Il Progetto SICI, consentirà di creare una collaborazione strutturata con Fiditoscana, "consorella" di Gepafin di quella regione, per lo sviluppo di strumenti di ingegneria finanziaria per i quali occorre avere la necessaria massa critica.

Altro obiettivo prioritario in un contesto di scarsità tendenziale di risorse, inoltre, è quello di attirare nella nostra Regione ulteriori strumenti disponibili a livello nazionale ed europeo, quali il Fondo Italiano di Investimenti, la Banca Europea degli

Investimenti e il Fondo Europeo degli Investimenti, in modo da avvicinare le imprese umbre a questi strumenti e viceversa.

In sintesi, le complesse dinamiche in atto nei mercati finanziari, anche di natura regolamentare, impongono un'accelerazione del sistema delle imprese verso:

- consolidamento del proprio patrimonio;
- possibilità di accesso diretto al mercato finanziario;
- utilizzo di garanzie per il credito tecnicamente evolute.

Le Istituzioni Pubbliche saranno tenute a svolgere compiutamente il loro ruolo di facilitatore di questi processi, mettendo a disposizione del sistema produttivo risorse, competenze e relazioni con investitori pubblici e privati, aiutando le imprese ad acquisire le risorse necessarie al finanziamento dei propri progetti, in un'ottica di giusto equilibrio tra rischio e rendimento nell'allocazione del proprio capitale.