

Economia

Cina

Evergrande, cosa accade al Grande Rinoceronte Bianco?

L'entità delle passività di Evergrande, la complessa ragnatela di debiti contratti dalla società e i conseguenti legami con banche, investitori, fornitori e clienti al dettaglio, costituiscono una rilevante fonte di rischio finanziario per il Paese, con possibili ricadute sociali e con ripercussioni sui mercati. Una ristrutturazione del debito, con presumibile ma parziale intervento statale, appare probabile e destinata a tempi lunghi.

- Le difficoltà di Evergrande, impresa caratterizzata da una **complessa struttura societaria**, originano da un elevato indebitamento in un contesto di restrizione del credito al settore immobiliare avviato dalle Autorità a partire da metà 2019 e intensificato tra il 2020 e il 2021. La **restrizione del credito al settore immobiliare ha favorito un rallentamento della dinamica del credito bancario** al settore da 14,8% a/a nel 4° trimestre 2019 a 7,1% nel 2° trimestre 2021 ed **ha esacerbato le condizioni finanziarie di Evergrande, di per sé già non ottimali, trasformando pressioni di liquidità in una crisi di insolvenza.**
- La restrizione del credito al settore immobiliare avrebbe lo scopo di imporre una maggiore disciplina di bilancio alle società di un settore fortemente indebitato, ridurre il rischio finanziario ed evitare un eccessivo aumento dei prezzi delle abitazioni. Per le Autorità **contenere la speculazione nel mercato immobiliare è diventato un obiettivo strategico di importanza nazionale**, strumentale al raggiungimento sia della "prosperità comune" sia di una maggiore indipendenza tecnologica. È pertanto **poco plausibile aspettarsi una retromarcia del Governo sulle misure di restrizione del credito al settore**, anche in caso di rallentamento della crescita economica. Appare, invece, **più verosimile un allentamento delle misure amministrative** a livello locale o nazionale **per evitare un calo eccessivo dei prezzi delle abitazioni.**
- L'esposizione diretta di Evergrande verso il settore bancario è molto contenuta, pari allo 0,3% dello stock di credito bancario totale, mentre quella verso il mercato obbligazionario è molto più significativa, soprattutto per le emissioni ad alto rendimento (HY) in dollari, pari al 13% dei titoli HY in dollari della regione dell'Asia Pacifico. La società ha inoltre un ampio indotto ed ha interessi anche al di là del mercato immobiliare. **L'entità delle passività, la complessa ragnatela di debiti contratti** dalla società e i conseguenti legami con banche, investitori, fornitori e clienti al dettaglio, costituiscono **una rilevante fonte di rischio finanziario per il Paese**, con possibili ricadute sociali e con ripercussioni sui mercati.
- Per ora **una ristrutturazione parziale ordinata a guida statale, con uno spaccettamento della società, appare la via prioritaria che le Autorità potrebbero seguire**, cercando di evitare un intervento diretto, a meno che non emergano difficoltà nel settore bancario, e favorendo il coinvolgimento del settore privato. È infatti di vitale importanza che altre imprese immobiliari, con una migliore posizione finanziaria, possano rilevare le attività di Evergrande e delle sue controllate garantendo la continuità dei cantieri avviati senza conseguenze negative su chi ha versato gli anticipi sulle abitazioni. Il piano di ristrutturazione potrebbe quindi dare **precedenza ai pagamenti dei crediti verso gli acquirenti di proprietà immobiliari e i fornitori rispetto ai grandi investitori**, che **si concentrano per lo più sul mercato internazionale.**
- Data la complessità della struttura societaria di Evergrande, i problemi di altre società immobiliari che stanno emergendo in questo periodo e le conseguenti revisioni al ribasso delle valutazioni delle agenzie di rating, **le pressioni sul mercato sono destinate a permanere nei prossimi mesi.** In ogni caso la ristrutturazione di Evergrande, anche se ordinata, rischia di essere un processo molto lungo, come evidenziano i casi di Anbang e HNA (seppur statali).

13 ottobre 2021

Focus

Direzione Studi e Ricerche

International Research Network

Silvia Guizzo

Economista - Asia ex-Giappone

Evergrande, cosa accade al Grande Rinoceronte Bianco?

La situazione di **Evergrande**, la più grande impresa immobiliare del Paese, si è ulteriormente deteriorata nel corso dell'estate e, anche se l'ipotesi di un completo fallimento sembra essere lontana dall'orizzonte, una ristrutturazione del debito con parziale intervento statale appare molto probabile.

Alcune Fonti autorevoli ritengono che **il Comitato per lo Sviluppo e la Stabilità Finanziaria potrebbe aver dato il via libera a una ristrutturazione graduale del debito con banche e fornitori ancora in agosto**¹ dopo che la compagnia non aveva ripagato alcuni prestiti e diverse imprese le avevano fatto causa per mancati pagamenti nel corso dell'estate². Le Autorità avrebbero designato il tribunale di Guangzhou (Guangdong) a trattare tutte le cause che riguardano la società³ secondo la procedura di giurisdizione centralizzata, utilizzata quando un'impresa è impegnata in un gran numero di cause.

Il Ministero dell'Edilizia e dello Sviluppo Rurale e Urbano (Ministry of Housing and Urban-Rural Development, MOHURD) ha poi, a metà settembre, avvisato le maggiori banche che la società non sarebbe stata in grado di pagare gli interessi dovuti su alcuni prestiti bancari entro il 20 settembre⁴. Sempre secondo fonti autorevoli le maggiori banche nello stesso momento avrebbero quindi proposto la costituzione di un comitato di creditori e sia Evergrande sia i regolatori avrebbero richiesto assistenza a consulenti e studi legali specializzati nelle ristrutturazioni (Houlihan Lokey e Admiralty Harbour Capital da parte di Evergrande⁵ e King&Wood Mallesons da parte dei regolatori)⁶. Secondo Caixin molte Autorità provinciali avrebbero già da agosto intensificato il controllo sui fondi derivanti dalle prevendite di Evergrande e il MOHURD avrebbe poi ordinato alle proprie sedi locali di assicurarsi che tali fondi vengano spostati in conti vincolati vigilando che siano utilizzati per completare i lavori sui cantieri avviati⁷.

Le difficoltà di Evergrande, impresa caratterizzata da una complessa struttura societaria, originano da un elevato indebitamento in un contesto di restrizione del credito al settore immobiliare avviato dalle Autorità a partire da metà 2019 e intensificato tra il 2020 e il 2021

L'importanza del settore immobiliare

Il settore immobiliare ha un grosso peso nell'economia del Paese e il sostegno agli investimenti in edilizia in passato ha assicurato un recupero della crescita economica dopo fasi di rallentamento economico (dopo il 2008 e dopo il 2015). Gli investimenti nel settore immobiliare sono pari al 13,9% del PIL (2020) e al 27,3% degli investimenti fissi totali nominali. Il settore è inoltre una grande fonte di entrate fiscali per i governi locali: le entrate dal trasferimento dei diritti di proprietà sui terreni ammontavano a oltre 7 miliardi di CNY nel 2019, ossia il 40% delle entrate totali dei governi locali, a cui si sommano poi altre imposte sull'utilizzo dei terreni urbani e coltivati, nonché l'IVA, per un ulteriore miliardo di CNY (5,7% del totale).

¹ "China Lets Evergrande Reset Debt Terms to Ease Cash Crunch", Bloomberg News 09/09/2021.

² La più importante su iniziativa di Guangfa Bank Ltd che aveva ottenuto il congelamento di fondi per 132 milioni di CNY. Caixin: "Evergrande Resumes Downward Spiral as Investors prepare for Crisis", 20 July 2021.

³ Debt-Plagued China Evergrande Confirms Plan to Sell Stakes in, MT Newswire, 11/08/2021

⁴ "China Tells Banks Evergrande Won't Pay Interest Next Week", Bloomberg News, 15/09/2021

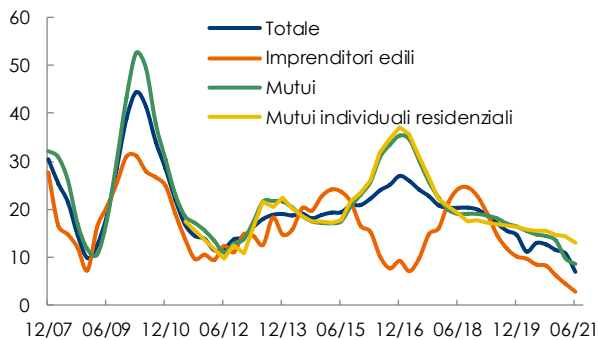
⁵ [China Evergrande Group Inside Information Update 14/09/2021](#).

⁶ "China tells banks Evergrande won't pay interests next week", Bloomberg News 15/09/2021

⁷ Le imprese immobiliari devono comunque depositare i fondi derivanti dalle prevendite in conti speciali su cui i governi locali esercitano una supervisione. Si veda "Local Governments Take Control of Evergrande's Revenue From Home Presales", Caixin, 27 September 2021.

Lo stock di credito bancario al settore immobiliare è costantemente salito da un minimo di 14,2% del totale nel 2005 a un massimo di 29% nel 2019, per portarsi a 28,7% nel 2020 (6,9% di crediti alle imprese immobiliari e 21,8% di mutui alle famiglie). Lo stock è stato pari al 48,8% del PIL nel 2020, più che duplicato dal 22,9% nel 2010. La quota di nuovo credito bancario destinata al settore immobiliare sul nuovo credito totale è passata da un minimo di 16,5% nel 2012 a un massimo di 44,8% nel 2016 (54,2% al picco del ciclo di allentamento della politica monetaria nel 4° trimestre 2016), per scendere successivamente a 34% nel 2019 (in corrispondenza di un ciclo di restrizione ma anche dell'avvio della disputa commerciale con gli USA con l'imposizione dei primi dazi a partire da metà 2018) e a 19% nella prima metà del 2021 (Fig. 2).

Fig. 1 - Credito bancario al settore immobiliare (stock): var. % a/a



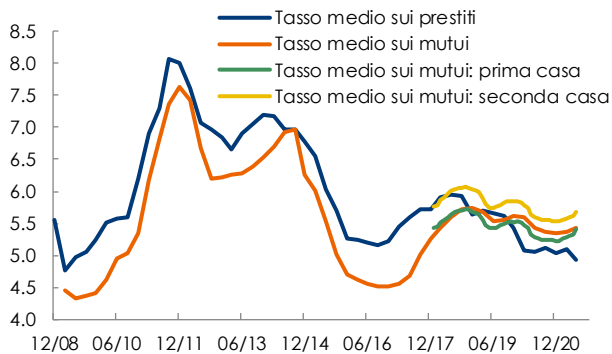
Fonte: CEIC

Fig. 2 – Nuovo credito bancario al settore immobiliare: quota % sul totale



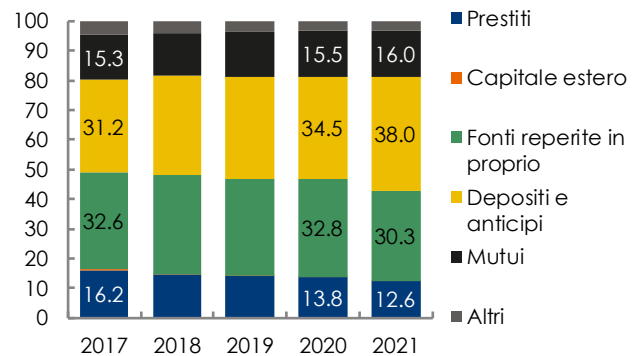
Fonte: CEIC ed elaborazione Intesa Sanpaolo

Fig. 3 - Tassi su prestiti e mutui (%)



Fonte: CEIC

Fig. 4 – Fonti di finanziamento degli investimenti nel settore immobiliare in % del totale*



Nota (*): 2021: primi otto mesi dell'anno.

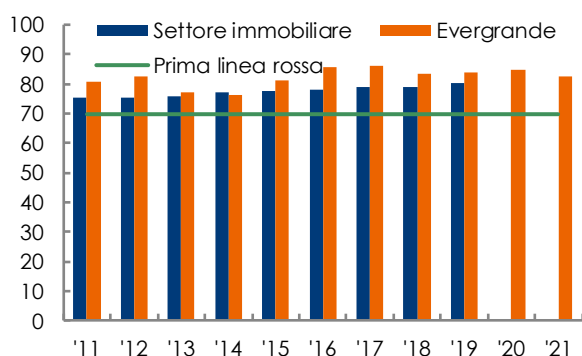
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le imprese del settore immobiliare sono fortemente indebitate, con un rapporto passivo/attivo aggregato all'80% nel 2019, molto superiore a quello delle imprese industriali (56,5%) secondo i dati del NBS, e più alto per le imprese private (Fig. 5 e 6). La sostenibilità del debito è negli anni diventata sempre più dipendente dall'andamento del mercato: secondo la HKMA, Autorità monetaria di Hong Kong, la quota di finanziamento derivante dalle prevendite di un'impresa media del settore è infatti salita al 35% nel 2020 dal 26% nel 2010 mentre la quota di debito verso istituti bancari e non bancari, nello stesso periodo è scesa dal 17% al 14%⁸.

⁸ Half-Yearly Monetary And Financial Stability Report - September 2021.

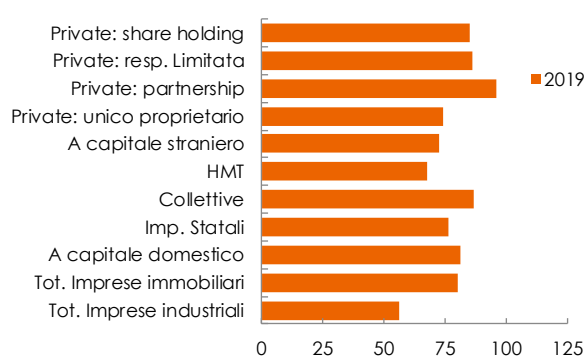
La dinamica tendenziale degli investimenti in edilizia è in netto rallentamento (a 0,6% a/a in agosto da 9,3% a/a in dicembre 2020) e negativa in termini reali. Il graduale aumento del numero di città che registra una diminuzione dei prezzi delle abitazioni rispetto al mese precedente (da 5 in aprile e maggio a 20 in agosto sulle maggiori 70 rilevate dal NBS) e l'andamento dei nuovi cantieri prefigura la prosecuzione del rallentamento degli investimenti, già frenati dalle restrizioni del credito al settore immobiliare. Lo stock di invenduto a livello nazionale si è però sensibilmente ridotto rispetto al picco del 2015-2016, rendendo meno probabile una discesa prolungata dei prezzi delle abitazioni (Fig. 7 e 8). Il mercato immobiliare è inoltre molto frammentato, con significative differenze a livello regionale ed esempi sia di eccesso sia di scarsità di offerta, a volte esacerbata dalle misure anti-speculative introdotte, che in alcune città hanno addirittura favorito un aumento dei prezzi.

Fig. 5 – Rapporto passività attività del settore immobiliare e di Evergrande (%)



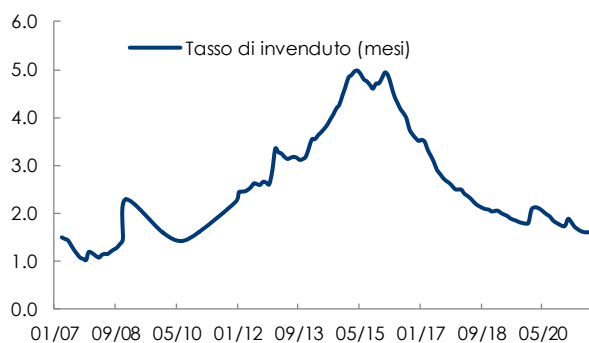
Fonte: Bloomberg, [China Evergrande Group Inside Information Update 14/09/2021](#), CEIC

Fig. 6- Rapporto passività/attività (%) del settore immobiliare per tipo di impresa



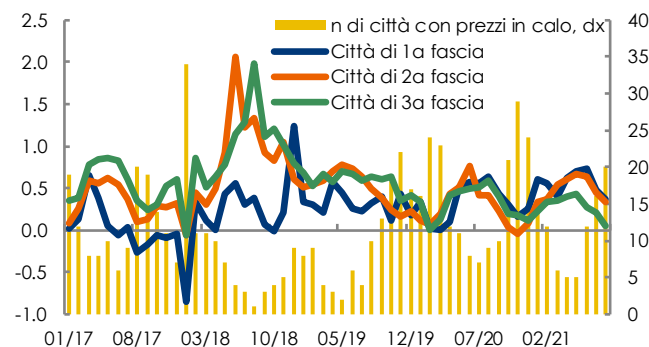
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 - Tasso di invenduto (*)



(*) Nota: superficie residenziale in attesa di vendita/media mensile superficie venduta nell'ultimo anno. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 - Prezzi degli immobili residenziali: var*. m/m



(*) Nota: media delle variazioni m/m su 70 città. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La restrizione del credito

La **restrizione del credito all'edilizia** si è concretizzata in primo luogo attraverso l'imposizione delle cosiddette "tre linee rosse" alle imprese immobiliari e delle "due linee rosse" alle banche, e di altre limitazioni (si veda Tab.1), anche su istituti finanziari non bancari. A queste limitazioni dirette si sono aggiunte misure amministrative a livello nazionale e locale sugli acquisti di abitazioni, sull'entità delle caparre, sui tassi dei mutui. L'insieme di queste misure ha favorito un **rallentamento della dinamica del credito bancario al settore immobiliare**, già in decelerazione nel corso del 2019, **da 14,8% a/a nel 4° trimestre 2019 a 7,1% nel 2° trimestre 2021** (Fig. 1) e un conseguente rallentamento del credito aggregato da un massimo di 13,7% a/a in ottobre 2020 a 10,3% a/a in agosto 2021.

La restrizione del credito al settore immobiliare avrebbe lo scopo di imporre una **maggiore disciplina di bilancio alle società di un settore fortemente indebitato, ridurre il rischio finanziario ed evitare un eccessivo aumento dei prezzi delle abitazioni**. Per le Autorità contenere la speculazione nel mercato immobiliare è diventato un **obiettivo strategico di importanza nazionale**, strumentale al raggiungimento sia della "prosperità comune" sia di una maggiore indipendenza tecnologica. Da un lato, l'elevato costo delle abitazioni, seguito dalle spese mediche e per l'istruzione, pesa enormemente sulla vita delle famiglie⁹, disincentivando i matrimoni. Dall'altro, il Paese ha bisogno di incanalare più credito verso altri settori ritenuti strategici per lo sviluppo nel medio e lungo termine, ossia settori innovativi (alta tecnologia, innovazione, ambiente, nuovi materiali etc.), piccole e medie imprese, finanza inclusiva (piccoli agricoltori e liberi imprenditori, micro-imprese, studenti, individui a basso reddito, disabili e anziani).

E' pertanto **poco plausibile aspettarsi una retromarcia del Governo sulle misure di restrizione del credito al settore immobiliare** anche in caso di rallentamento della crescita economica; le stesse Autorità hanno più volte sottolineato che il mercato immobiliare non verrà usato come stimolo economico di breve termine come in passato e il loro target di crescita per il 2021 è conservativo, "sopra il 6%". Appare, invece, **più verosimile un allentamento delle misure amministrative a livello locale o nazionale per evitare un calo eccessivo dei prezzi delle abitazioni**.

Tabella. 1 - Principali limitazioni al credito del settore immobiliare negli ultimi due anni

Tre linee rosse (PBOC, CBIRC, CSRC)	Imprese immobiliari	In vigore da agosto 2020, inizialmente solo per alcune imprese con obiettivo di raggiungere i target entro fine giugno 2023, poi esteso a tutte le imprese immobiliari e ad altri tipi di finanziamento come le IOU o fatture commerciali OTC	Indebitamento (esclusi gli anticipi dalle previdenze)/attività: < al 70% Debito netto/capitale: < 100% Liquidità (contante)/debito a breve termine: <100%	Limitazioni al finanziamento sul mercato obbligazionario nell'anno successivo proporzionate al numero di condizioni non rispettate
Due linee rosse (PBOC, CBIRC)	Banche	In vigore da gennaio 2021	Tetti massimi alla quota di credito al settore immobiliare sia in totale sia sui mutui rispetto al totale del credito erogato in base alla dimensione della banca	Ad esempio, per le grandi banche: % del credito totale al settore immobiliare e mutui fissate al 40% e 32,5% rispettivamente Banche medio piccole: 27,5% e 20% rispettivamente
NDRC	Emissioni obbligazionarie off-shore	In vigore da luglio 2019	Linee di policy	Le emissioni obbligazionarie offshore possono essere usate solo per coprire debito a medio-lungo termine in scadenza entro un anno
NAFMII	Emissioni obbligazionarie	In vigore da agosto 2020	Linee guida	Le emissioni obbligazionarie non devono superare il 70-90% del debito in scadenza
PBOC	Emissioni obbligazionarie coperte da mutui immobiliari	In vigore da maggio 2021	Controlli sulle emissioni di <i>Residential Mortgage Backed Securities</i> delle banche	Sono inseriti nella valutazione dell'esposizione totale verso il settore

Fonte: Bloomberg, Trivium China, Caixin

⁹ L'ammontare dei mutui alle famiglie è salito dal 27,5% del PIL nel 2010 al 55,8% nel 2019, quota che sale al 61,5% se si aggiungono i mutui agevolati dell'apposito fondo statale (Housing Provident Fund).

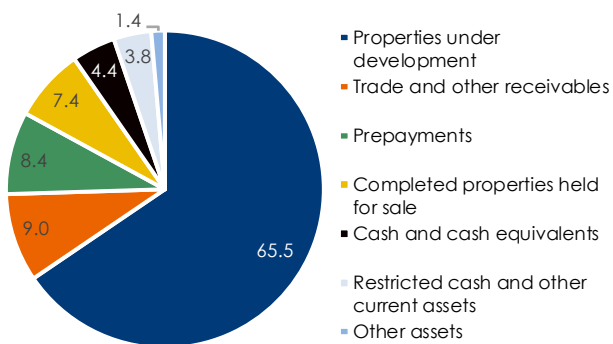
I problemi di Evergrande

L'imposizione delle restrizioni al credito immobiliare ha esacerbato le condizioni finanziarie di Evergrande, di per sé non ottimali, trasformando pressioni di liquidità in una crisi di insolvenza.

La società infatti, come molte altre del settore (Fig. 5 e 6), è caratterizzata da un elevato indebitamento e da uno squilibrio tra attivo e passivo corrente. Essa è inoltre fortemente dipendente dai finanziamenti a breve termine per avviare nuovi cantieri e completare quelli in corso. Le restrizioni al credito, in particolare i requisiti delle "tre linee rosse", hanno spinto ulteriormente la società a ridurre i prestiti (da 574 miliardi di CNY a fine 2019 a 467 miliardi a fine 2020) e allo stesso tempo a contare sempre di più sui finanziamenti a breve termine (debiti verso fornitori in aumento da 545 miliardi a fine 2019 a 622 miliardi a fine 2020) e sulla vendita a prezzi scontati delle proprietà completate per continuare ad operare. Quest'ultima è comunque limitata dalle Autorità locali, che mettono un tetto massimo agli sconti effettuabili per timore che inneschino una spirale ribassista sui prezzi di mercato. Segnali di difficoltà, emersi già a settembre dell'anno scorso e poi in tarda primavera¹⁰, hanno reso i creditori sempre più riluttanti a concedere ulteriori finanziamenti esacerbando i problemi di liquidità fino a generare una crisi di insolvenza.

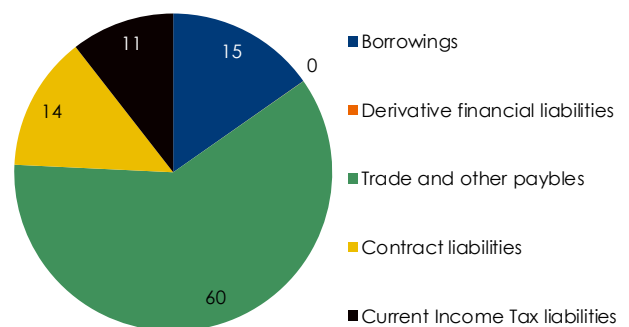
La società, con un rating inferiore all'*investment grade* già da qualche anno, secondo l'ultimo comunicato dell'azienda, al 31 giugno 2021 detiene **passività totali** per un valore di **1967 miliardi di CNY** (ca. 304 miliardi di USD), **di cui l'80% sono passività a breve termine**. La gran parte di queste ultime è costituita da **debiti verso fornitori (60%)** seguiti dai debiti verso clienti che hanno anticipato le **caparre per le abitazioni (14%)** e debiti verso banche e investitori (15%). Le attività totali sono invece stimate a 2378 miliardi di CNY (ca. 368 miliardi di USD) di cui l'82% correnti. Le **attività correnti** però, sono costituite per ben il **65% da progetti in costruzione** a cui si aggiunge un 7,4% di progetti completati (Fig. 9 e 10).

Fig. 9 - Evergrande: composizione delle attività correnti al 30/06/2021



Fonte: [China Evergrande Group Inside Information Update 14/09/2021](#).

Fig. 10 - Evergrande: composizione delle passività correnti al 30/06/2021



Fonte: [China Evergrande Group Inside Information Update 14/09/2021](#).

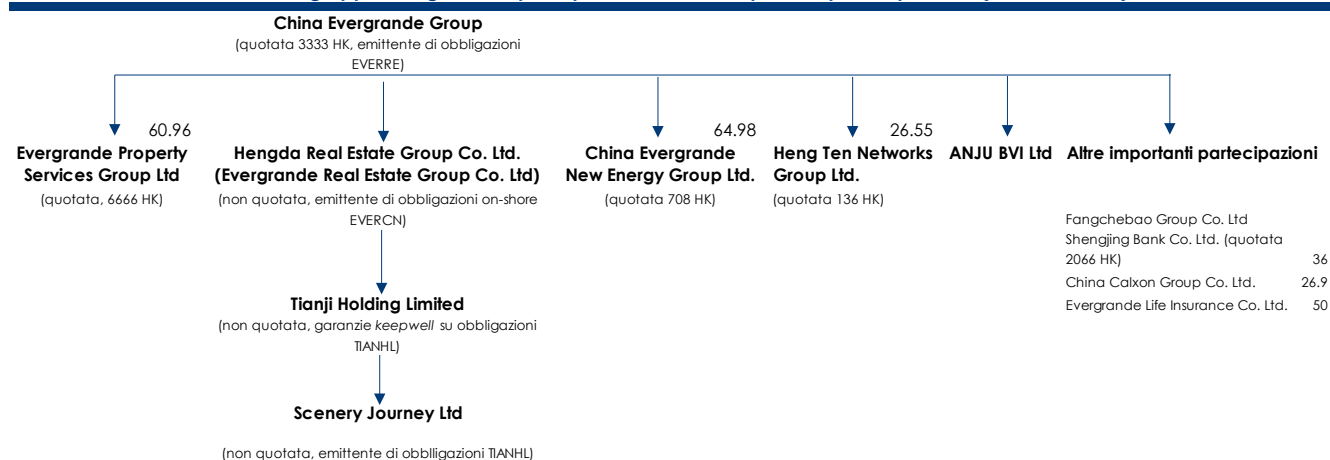
La rilevanza diretta e indiretta dell'impresa

Il Gruppo Evergrande, fondato il 26 giugno 2006 con sede legale alle isole Cayman e quotato alla borsa di Hong Kong da novembre 2009, ha **una complessa struttura societaria** (Tab. 2). Svolge attività nel settore immobiliare principalmente attraverso la sua controllata nella Cina continentale, la Hengda (Evergrande) Real Estate Group Co. (non quotata), ma ha notevoli interessi anche al di fuori del settore: tra i principali, le macchine elettriche (grazie a Evergrande

¹⁰ A fine maggio le Autorità hanno ordinato un'ispezione sulle transazioni di Evergrande con Shengjing Bank Co. e all'inizio di giugno hanno invitato i maggiori creditori a condurre degli stress test sulla loro esposizione verso l'azienda.

New Energy Vehicle Group, quotata ad Hong Kong), industria sanitaria (tramite Evergrande Health Industry Group Ltd), industria alberghiera, attività finanziarie ed economia digitale¹¹.

Tab. 2 – Struttura societaria del gruppo Evergrande – principali controllate e quote di partecipazione (al 30/09/2021)



Fonte: Bloomberg, Caixin, HKEX News, Fitch Ratings

Evergrande è **la seconda impresa immobiliare della Cina** in termini di proprietà immobiliari vendute **tuttavia, data la frammentarietà del mercato immobiliare cinese**, il valore delle proprietà vendute nel 2020, 723 miliardi di CNY, era pari al **4,6% delle proprietà vendute nel Paese**. Dal bilancio al 30/06/2021 la società aveva progetti immobiliari in corso di sviluppo per 1279 miliardi di CNY (ca. 198 miliardi di USD) e progetti completati in attesa di vendita per altri 145 miliardi di CNY (ca. 22 miliardi di USD), per un totale di 1236 progetti. Aveva riserve di terreni edificabili coperti da 778 progetti in costruzione in 233 città per una superficie complessiva di 214 milioni di m² e un valore di 456,8 miliardi di CNY, di cui il 69,5% in città di prima e seconda fascia. Secondo il bilancio del gruppo la società ha **163.119 dipendenti**, tuttavia, come rileva Caixin, in agosto **collaborava con altre 8441 società tra fornitori e clienti, contribuendo a fornire lavoro a più di 3,8 milioni di persone all'anno** (secondo i dati del NBS l'intero settore impiegava nel 2019 quasi tre milioni di persone). Più della metà dei progetti in costruzione, su cui Evergrande ha già ricevuto gli anticipi dai clienti, sarebbero ora fermi a causa della crisi di liquidità¹².

L'esposizione diretta di Evergrande verso il settore bancario è molto contenuta: i prestiti da istituzioni finanziarie, bancarie e non bancarie, a bilancio al 30/06/2021 (572 miliardi di CNY) sono pari allo **0,3% dello stock di credito bancario** e allo 0,2% dell'aggregato della finanza sociale (AFRE). Le passività totali arrivano all'1,1% dello stock del credito bancario. Di questi crediti, 240 miliardi sono in scadenza entro un anno e, secondo fonti autorevoli, le principali banche creditrici risultano essere China Minsheng Banking Corp., Agricultural Bank of China Ltd. e Industrial & Commercial Bank of China Ltd¹³. Come sottolineato più sopra però, data l'entità dei debiti verso fornitori, degli anticipi sulle abitazioni e del numero di progetti in stallo, **un fallimento dell'azienda potrebbe lasciare nel lastrico anche molte aziende dell'indotto**, con un conseguente **impatto indiretto sui crediti incagliati del settore bancario**. Lo stesso accadrebbe se un contagio nei mercati finanziari rendesse insolventi altre imprese immobiliari in difficoltà.

La società risulta aver venduto **prodotti di gestione del risparmio** (Wealth Management Products, WMPs) ad alto rendimento sia ai propri fornitori, anche in sostituzione dei pagamenti in contanti, sia ai propri dipendenti. Di questi prodotti, secondo Caixin, circa 40 miliardi di CNY (ca. 6,2 miliardi

¹¹ [China Evergrande Group Inside Information Update 14/09/2021](#)

¹² "How Evergrande could turn into China's Lehman Brothers", Caixin, September 2021.

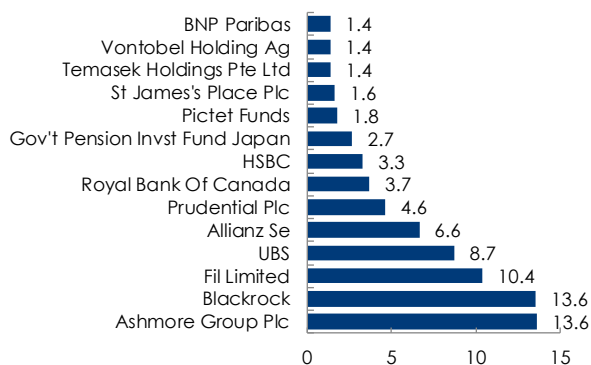
¹³ "Evergrande Misses Loan Payments to Banks as Bond Deadlines Loom", Bloomberg News 21 September 2021.

di USD) scadevano in settembre e sono stati solo parzialmente ripagati.¹⁴ Tutti questi prodotti finanziari risultano come voci fuori bilancio e si sommano al debito totale¹⁵. Il Gruppo ha poi dichiarato che le proprie controllate hanno fornito garanzie a WMPs per un valore di 934 milioni di CNY emessi da piattaforme di terze parti agli investitori *retail*¹⁶.

La rilevanza del Gruppo Evergrande è notevole sul mercato obbligazionario, soprattutto per i titoli ad alto rendimento (High Yield, HY) in dollari (Tab. 1). Le emissioni obbligazionarie in dollari di Evergrande e delle sue controllate hanno un circolante di **19,2 miliardi di dollari**, stimiamo pari al 13% dei titoli corporate HY in dollari dei paesi dell'Asia Pacifico e quasi il 25% di quelli della Cina, e il 4,3% di tutte le emissioni corporate in USD della Cina¹⁷. A queste si aggiungono emissioni sul mercato domestico (on-shore) per un ammontare di 53,5 miliardi di CNY (ca. 8 miliardi di USD), ossia ca. lo 0,1% delle emissioni corporate in CNY¹⁸. Tutte le emissioni in CNY sono *putable*, ossia includono l'opzione che garantisce al detentore il diritto di richiedere, a una specificata data, il pagamento anticipato del capitale versato all'emittente. Esiste poi un'unica obbligazione in HKD (ca. 12 milioni di USD).

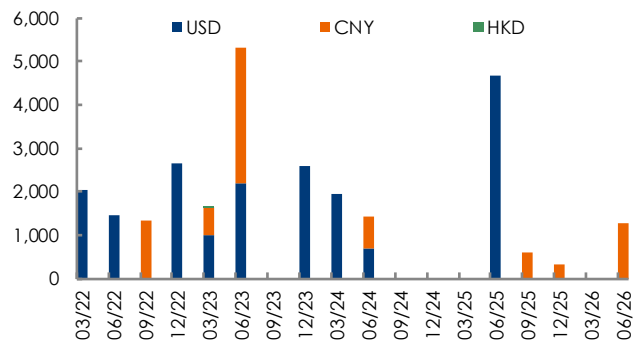
La società ha annunciato che sugli interessi dovuti (232 milioni di CNY) per le cedole in scadenza del titolo in CNY EVERCN 5.8 09/23/25 ha ottenuto una dilazione attraverso un accordo confidenziale con i creditori, senza fornire ulteriori dettagli mentre, secondo notizie Bloomberg, avrebbe mancato il pagamento di cedole sui due titoli in dollari (EVERRE 8,25% 23/03/2022 e EVERRE 8,75% 28/06/2025) il 23 settembre e su un altro titolo il 29 settembre (EVERRE 9,5% 29/03/2024). Sui titoli in dollari però esisterebbe un periodo di grazia (*grace period*) di 30 giorni prima che venga dichiarato il default.

Fig. 11 - Maggiori investitori nelle obbligazioni del Gruppo Evergrande in % del circolante totale



Fonte: Bloomberg, accesso all' 08/10/2021

Fig. 12 - Obbligazioni in scadenza (milioni di USD)



Fonte: Bloomberg

Mentre la società **non ha titoli in scadenza fino a marzo 2022** (Fig. 12) ha comunque **pagamenti di cedole per ca. 338 milioni di dollari entro la fine del 2021 (oltre a quelli mancati finora a cui si aggiungono 148,1 milioni di cedole scadute l'11 ottobre che al momento non risulterebbero pagate)**. Sempre secondo Bloomberg la gran parte del debito in scadenza nel 2021 sarebbe costituito però da prestiti bancari. Tutte le maggiori agenzie di rating hanno effettuato recenti

¹⁴ "Evergrande appeases high-yield onshore investors with partial cash repayment as some local governments bar property-for-debt", Bloomberg News 30 September 2021.

¹⁵ Si veda nota 12.

¹⁶ Credit FAQ: Evergrande Default Contagion risk – Ripple or Wave? S&P Global Ratings Research, 20 September 2021.

¹⁷ Le percentuali sono calcolate sul totale ottenuto dalla funzione SRCH in Bloomberg, estrapolando i dati per paese di rischio, per rilevare anche i titoli emessi da società con sede estera, come sono quelli (TIANHL) emessi da Scenery Journey che ha sede alle Isole Vergini Britanniche.

¹⁸ Secondo l'ADB l'ammontare dei titoli corporate in CNY alla fine del 2020 era pari a 5559 miliardi di USD.

downgrading tra C e CC dei titoli della società mantenendo un outlook negativo, e stanno effettuando revisioni al ribasso di altre aziende del settore.

Tab. 3 - Emissioni obbligazionarie del Gruppo Evergrande e delle controllate

Emittente	Ticker	Cedola	Data di emissione	Data di scadenza	Tipo di scadenza	Valuta	Ammontare (USD)	Prossima cedola
China Evergrande Group	EVERRE	8.25	23/03/2017	23/03/2022	CALLABLE	USD	2,025,000,000	23/03/2022
China Evergrande Group	EVERRE	9.5	11/04/2019	11/04/2022	AT MATURITY	USD	1,450,000,000	11/10/2021
China Evergrande Group	EVERRE	11.5	22/01/2020	22/01/2023	AT MATURITY	USD	1,000,000,000	22/01/2022
China Evergrande Group	EVERRE	7.5	28/06/2017	28/06/2023	CALLABLE	USD	1,344,920,000	28/12/2021
China Evergrande Group	EVERRE	12	22/01/2020	22/01/2024	CALLABLE	USD	1,000,000,000	22/01/2022
China Evergrande Group	EVERRE	9.5	29/03/2017	29/03/2024	CALLABLE	USD	951,000,000	29/03/2022
China Evergrande Group	EVERRE	10	11/04/2019	11/04/2023	CALLABLE	USD	850,000,000	11/10/2021
China Evergrande Group	EVERRE	10.5	11/04/2019	11/04/2024	CALLABLE	USD	700,000,000	11/10/2021
China Evergrande Group	EVERRE	8.75	28/06/2017	28/06/2025	CALLABLE	USD	4,680,476,000	28/12/2021
Scenery Journey Ltd	TIANHL	11.5	24/01/2020	24/10/2022	CALLABLE	USD	2,000,000,000	24/01/2022
Scenery Journey Ltd	TIANHL	13	06/11/2018	06/11/2022	CALLABLE	USD	645,000,000	06/11/2021
Scenery Journey Ltd	TIANHL	12	24/01/2020	24/10/2023	CALLABLE	USD	2,000,000,000	24/01/2022
Scenery Journey Ltd	TIANHL	13.75	06/11/2018	06/11/2023	CALLABLE	USD	590,000,000	06/11/2021
China Evergrande Group	EVERRE	4.25	14/02/2018	14/02/2023	CONV/PUT	HKD	12,912,547	14/02/2022
Evergrande Real Estate Group Ltd	EVERCN	6.98	08/07/2015	08/07/2022	PUTABLE	CNY	1,321,175,800	08/07/2022
Evergrande Real Estate Group Ltd	EVERCN	6.98	08/01/2020	08/01/2023	PUTABLE	CNY	648,409,500	08/01/2022
Evergrande Real Estate Group Ltd	EVERCN	6.27	06/05/2019	06/05/2023	PUTABLE	CNY	2,217,420,000	06/05/2022
Evergrande Real Estate Group Ltd	EVERCN	5.9	26/05/2020	26/05/2023	PUTABLE	CNY	560,624,000	26/05/2022
Evergrande Real Estate Group Ltd	EVERCN	7	27/04/2021	27/04/2026	PUTABLE	CNY	1,264,825,400	27/04/2022
Evergrande Real Estate Group Ltd	EVERCN	6.8	06/05/2019	06/05/2024	PUTABLE	CNY	739,140,000	06/05/2022
Evergrande Real Estate Group Ltd	EVERCN	5.8	23/09/2020	23/09/2025	PUTABLE	CNY	587,452,000	23/09/2022
Evergrande Real Estate Group Ltd	EVERCN	5.6	05/06/2020	05/06/2023	PUTABLE	CNY	352,935,000	05/06/2022
Evergrande Real Estate Group Ltd	EVERCN	5.8	19/10/2020	19/10/2025	PUTABLE	CNY	314,233,500	19/10/2021

Fonte: Bloomberg al 28/09/2021

Le obbligazioni in CNY sono state emesse dalla controllata Evergrande (Hengda) Real Estate Group Ltd (EVERCN), il braccio immobiliare del gruppo in Cina, mentre quelle in USD sono state emesse per 14 miliardi dalla capogruppo (EVERRE) e per 5,2 miliardi dalla controllata Scenery Journey (TIANHL), a sua volta posseduta indirettamente da Hengda attraverso Tianji Holding (Tab. 2).

Secondo alcune interpretazioni¹⁹ le obbligazioni TIANHL godrebbero solo delle clausole di protezione *Keepwell* da parte di Tianji Holding, e non di altre garanzie da Hengda o dalla capogruppo. Le clausole di protezione cosiddette *keepwell*, sono diffuse in Cina nelle emissioni in USD e generalmente indicano la promessa della società cinese di mantenere solvente la sussidiaria estera off-shore che emette il titolo, senza però una effettiva garanzia per il creditore, perché la normale garanzia necessita di previa approvazione per essere inclusa²⁰. In caso di default **non è del tutto chiaro né in che modo funzionerebbero le garanzie né se una società garante, che è solo una holding company intermedia, abbia sufficienti attività da offrire in garanzia**²¹. Tutte e tre le società (Hengda, Tianji e Scenery Journey) non sono quotate, pertanto non obbligate a pubblicare i bilanci con gli stessi dettagli e requisiti di quelle quotate; diverse controllate del Gruppo hanno sede off-shore, come Scenery Journey (Isole Vergini Britanniche), e di esse non è disponibile un bilancio. Potrebbero infine esistere altre **obbligazioni emesse dal gruppo, o dalle controllate, in forma di collocamenti privati** di cui non si ha ancora contezza e le

¹⁹ Credit FAQ: Evergrande Default Contagion risk – Ripple or Wave?, S&P Global Ratings Research, 20 September 2021.

²⁰ "What 'Keepwell' Means in Case of China Bond Defaults", The Washington Post, Bloomberg News, 14 April 2021.

²¹ Vedi nota 19.

società potrebbero aver offerto **garanzie ad obbligazioni emesse da altre imprese**²². Tutti questi fattori rendono difficile fare una valutazione del reale impatto della crisi di insolvenza.

La tutela dei piccoli investitori guiderà la ristrutturazione

L'entità delle passività di Evergrande, la complessa ragnatela di debiti contratti dalla società e i conseguenti legami con banche, investitori, fornitori e clienti al dettaglio, costituiscono una rilevante fonte di rischio finanziario per il Paese, con possibili ricadute sociali e con ripercussioni sui mercati.

Le Autorità centrali competenti non hanno finora emesso un comunicato ufficiale su Evergrande ma hanno emanato una serie di direttive al Gruppo, incoraggiandolo a prendere tutte le misure possibili per evitare un default sui titoli in dollari nel breve termine e a concentrare i propri sforzi nel completamento dei cantieri avviati e nel ripagamento degli investitori individuali²³. Inoltre, le Autorità centrali avrebbero istruito quelle locali a **prepararsi allo scenario di fallimento ma intervenire solo in caso di evoluzione disordinata della vicenda**. I governi locali sarebbero pertanto al lavoro per valutare l'esposizione nelle rispettive provincie²⁴.

Nel **comunicato della PBOC** relativo alla riunione trimestrale del 24 settembre la Banca cita esplicitamente, tra i vari obiettivi di breve e lungo termine, quello di "assicurare un sano sviluppo del mercato immobiliare e di proteggere gli interessi legittimi e i diritti degli acquirenti di abitazioni". Questo concetto è stato ribadito alla **riunione** del 29 settembre **tra PBOC, CBIRC, CSRC, MOHRUD e 24 grandi banche** sul finanziamento del settore immobiliare. Le Autorità hanno riconfermato la correttezza delle politiche attuate e ribadito il principio che le abitazioni servono per abitarci e non per essere oggetto di speculazione²⁵. Esse hanno poi incoraggiato le istituzioni finanziarie a continuare ad implementare le misure imposte focalizzandosi sull'obiettivo di stabilizzare le aspettative e il prezzo di terreni e abitazioni, cooperando per salvaguardare uno stabile sviluppo del mercato immobiliare e tutelare gli interessi legittimi degli investitori.

Per ora una **ristrutturazione parziale ordinata a guida statale con uno spaccettamento della società appare la via prioritaria che le Autorità potrebbero seguire**, sulla scia delle ristrutturazioni di altri grandi conglomerati (sebbene statali) quali Anbang Group Holdings e HNA Group Co. Riteniamo che le Autorità cercheranno di evitare un intervento diretto, a meno che non emergano difficoltà nel settore bancario, per non assecondare le aspettative di garanzia statale che impediscono una corretta valutazione del rischio. Evergrande ha già venduto alcune partecipazioni (per esempio la parte di azioni non quotate detenute in Shengjing Bank dove è intervenuto anche il governo locale di Shenyang, la città del Liaoning dove ha sede la Banca²⁶) e sta cercando di venderne altre.

Pensiamo inoltre che le Autorità cercheranno di far partecipare anche il settore privato al piano di ristrutturazione, come recentemente emerso nel caso di Suning (Suning Appliance e Suning.com) che, nel corso dell'estate, avrebbe visto il coinvolgimento di Xiaomi, Haier e Alibaba, in affiancamento a un Fondo statale del Jiangsu. È infatti di vitale importanza che altre imprese immobiliari, con una migliore posizione finanziaria, possano rilevare le attività di Evergrande e delle sue controllate garantendo la continuità dei cantieri avviati senza conseguenze negative su chi ha versato gli anticipi sulle abitazioni. Diversi analisti sono propensi a ritenere che un piano di ristrutturazione guidato dalle Autorità darà precedenza ai pagamenti

²² Su questo fronte Bloomberg riporta di come alcuni detentori dell'obbligazione JUMENT 8 1/2 10/03/21 emessa da Jumbo Fortune Enterprises stiano organizzando un comitato per tutelare i propri interessi in caso di default di Evergrande Group perché sostengono che il Gruppo le abbia garantite. Si veda: *Creditors Said to Claim Evergrande on Hook for Bond Due Sunday*, Bloomberg News, 28/09/2021.

²³ *China Urges Evergrande to Avoid Default, Repay Retail Investors*, Bloomberg News, 23/09/2021.

²⁴ *China Makes Preparations for Evergrande's Demise*, Dow Jones Newswire 23/09/21.

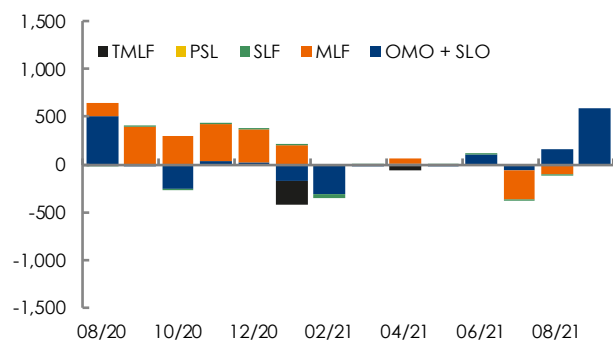
²⁵ PBOC press release: [PBC and CBIRC Jointly Hold Meeting on Real Estate Finance](#), 30 September 2021.

²⁶ *China Evergrande Group: "Major transaction disposal of non-publicly traded domestic shares in Shengjing Bank"*, 28 September 2021.

dei crediti verso gli acquirenti di proprietà immobiliari e i fornitori rispetto ai grandi investitori, che si concentrano per lo più sul mercato internazionale (Fig. 11).

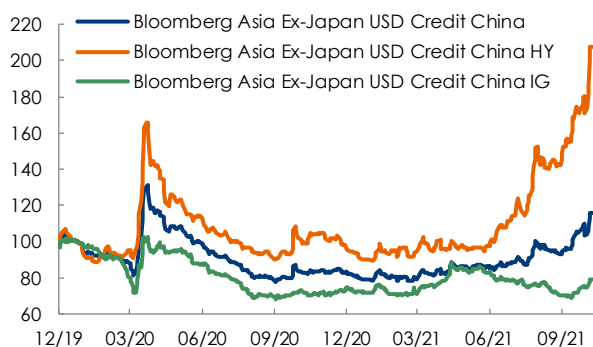
Le reazioni del mercato sono state finora più pesanti sui titoli High Yield e sul comparto immobiliare degli indici azionari (Fig. 15 e 16) e probabilmente limitate a causa della chiusura dei mercati dall'1 al 7 ottobre. **A meno di un contagio sul mercato finanziario**, con un riprezzamento del rischio di controparte, **o di una spirale di calo generalizzato dei prezzi delle abitazioni**, di cui per ora non ci sono ancora segnali, continuiamo a ritenere **poco probabile un intervento diretto delle Autorità nel capitale della società o sui tassi ufficiali**. Per ora la PBOC si è limitata ad aumentare l'immissione di liquidità sul mercato nel mese di settembre soprattutto attraverso le operazioni di repo (Fig. 13). Continuiamo a ritenere che la PBOC non abbasserà i tassi ufficiali ma opererà piuttosto per **un altro taglio del coefficiente di riserva obbligatoria entro fine anno, seguito da un secondo nel 1° trimestre 2022**, mantenendo ampia la liquidità, riuscendo comunque ad ottenere un calo dei rendimenti monetari e obbligazionari, come fece nel 2018.

Fig. 13 – Liquidità iniettata/drenata attraverso le diverse finestre di rifinanziamento



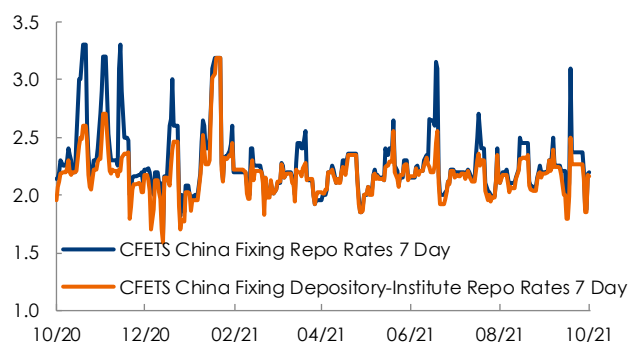
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 15 - Rendimento medio degli indici obbligazionari in USD: 31/12/2019=100



Fonte: Bloomberg

Fig. 14 – Mercato monetario



Fonte: Bloomberg

Fig. 16 - Indici azionari: 06/10/2020=100



Fonte: Bloomberg

Data la complessità della struttura societaria di Evergrande, i problemi di altre società immobiliari che stanno emergendo in questo periodo e le conseguenti revisioni al ribasso delle valutazioni delle agenzie di rating, **le pressioni sul mercato sono destinate ad aumentare e a permanere nei prossimi mesi**. In ogni caso **una ristrutturazione di Evergrande, seppur ordinata, rischia di essere un processo molto lungo**. La ristrutturazione del gruppo assicurativo Anbang, avviata con la presa del controllo statale sulla società nel febbraio 2018 è arrivata alla domanda di fallimento nel settembre del 2020 e la vendita di attività è proseguita fino a luglio di quest'anno. La ristrutturazione del conglomerato HNA, partita nel 2017, è giunta alla domanda di fallimento nel gennaio 2021 e la vendita delle attività è ancora in corso.

Importanti comunicazioni

Gli economisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo S.p.A. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo S.p.A. affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo S.p.A.

La presente pubblicazione non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – International Research Network, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Research Department – Head of Department Gregorio De Felice**Coordination International Research Network****e-mail address****Giovanni Barone (Head) and Gianluca Salsecci (Head)**

giovanni.barone1@intesasnpaolo.com
gianluca.salsecci@intesasnpaolo.com

ISP Research Department (Headquarter Team)**Macroeconomic Research**

Silvia Guizzo (Asia ex-Japan)

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com

Debora Palmieri (Latin America and Sub-Saharan Africa)

debora.palmieri@intesasnpaolo.com

Francesca Pascali (MENA and CIS)

francesca.pascali@intesasnpaolo.com

Antonio Pesce (CEE and SEE Countries and Quantitative Analysis)

antonio.pesce@intesasnpaolo.com

Francesco Martinelli (Data Base and Quantitative Analysis)

francesco.martinelli@intesasnpaolo.com

Trade & Industry, Banking and Market Research

Wilma Vergi (Trade and Industry)

wilma.vergi@intesasnpaolo.com

Vincenzo Petrignano (Financial Markets)

vincenzo.petrignano@intesasnpaolo.com

Davidia Zucchelli (Banking)

davidia.zucchelli@intesasnpaolo.com

ISP International Subsidiaries Research Departments:**VUB (Slovakia, Czech Republic and Poland)**

Zdenko Štefanides (Head)

zstefanides@vub.sk

Michal Lehuta

mlehuta1@vub.sk

Jacob Obst

jobst@vub.sk

CIB (Hungary)

Mariann Trippon (Head)

trippon.mariann@cib.hu

Andras Bukovszki

bukovszki.andras@cib.hu

PBZ (Croatia, Bosnia I Hercegovina and Slovenia)

Ivana Jovic (Head)

ivana.jovic@pbz.hr

Ana Lokin

ana.lokin@pbz.hr

Ivan Odrčić

ivan.odrcic@pbz.hr

Banca Intesa (Serbia)

Marija Savic (Head)

marija.v.savic@bancaintesa.rs

Tijana Matijasevic

tijana.matijasevic@bancaintesa.rs

Milos Drezga

milos.drezga@bancaintesa.rs

Jelena Draskovic

jelena.draskovic@bancaintesa.rs

Alexbank (Egypt)

Samer Halim (Head)

samer.halim@alexbank.com

Mariam Massoud

mariam.massoud@alexbank.com

Aly Fayad

aly.fayad@alexbank.com

Mayada Hassan

mayada.hassan@alexbank.com

ISP International Subsidiaries Research Contacts:**Banca Intesa (Russia)**

Valeriya Zubkova

valeriya.zubkova@bancaintesa.ru

Intesa Sanpaolo Bank (Albania)

Kledi Gjordeni

kledi.gjordeni@intesasnpaolobank.al

Intesa Sanpaolo Bank (Romania)

Marius Pacurari (Head)

marius.pacurari@intesasnpaolo.ro

Pravex Bank (Ukraine)

Artem Krasovskiy

artem.krasovskiy@pravex.ua

Eduard Nazarenko

eduard.nazarenko@pravex.ua

Eximbank (Moldova)

Natalia Mihalas

natalia.mihalas@eximbank.com

Olga Pisla

olga.pisla@eximbank.com