

*Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra di Finanza Aziendale progredita*

Tesi di Laurea

Mini-bond:

Finanziamento alternativo per le PMI

Prof. E. Monti

Candidato

Arianna Baccini

Matr. 651881

Correlatore

Prof. C. Cannarsa

Indice

Premessa

Capitolo 1: La struttura finanziaria delle imprese italiane

- 1.1 *Sistemi finanziari orientati agli intermediari e sistemi finanziari orientati al mercato*
- 1.2 *Lo sbilanciamento della struttura finanziaria delle imprese verso il sistema bancario*

Capitolo 2: Finanziamento PMI e crisi finanziaria

- 2.1 *Definizione comunitaria di PMI e situazione di cronica sottocapitalizzazione in Italia*
- 2.2 *Razionamento del credito bancario: credit crunch, EBA e stress test per le banche*
 - 2.2.1 *Basilea 3*
 - 2.2.2 *Nuove regole dell'EBA e gli stress test*
- 2.3 *Criticità del finanziamento bancario alle PMI*
- 2.4 *Come ribilanciare la struttura finanziaria delle PMI operando in un sistema maggiormente orientato verso il mercato*

3 Capitolo 3 : “Decreto Sviluppo” e “Destinazione Italia”: le nuove fonti di finanziamento

- 3.1 *Obiettivi dei “Decreti crescita” del 2012 e del “decreto Destinazione Italia” del 2013*
 - 3.1.1 *Decreti Sviluppo del 2012*
 - 3.1.2 *Destinazione Italia (decreto del 2013)*

- 3.2 *Strumenti innovativi ad hoc per le PMI: cambiali finanziarie, obbligazioni subordinate, obbligazioni partecipative e nuova disciplina normativa*
 - 3.2.1 *Cambiali finanziarie*
 - 3.2.2 *Obbligazioni*
 - 3.2.3 *Aspetti fiscali*

4 Capitolo 4: Mini-bond strutturazione dell'operazione

- 4.1 *Lo strumento del mini-bond: aspetti di mercato*
- 4.2 *Strutturazione dell'operazione e soggetti interessati*
- 4.3 *Azienda target*
- 4.4 *Scelta della particolare fonte di finanziamento e ruolo dell'Advisor*
 - 4.4.1 *Ruolo dell'Advisor*
 - 4.4.2 *Imprese e Advisor: sintesi dei compiti*
- 4.5 *Strutturazione dell'emissione e ruolo dell'Arranger*
 - 4.5.1 *Ruolo dell'Arranger*
- 4.6 *La valutazione del rischio e l'assegnazione del rating*
 - 4.6.1 *Gli score e i credit rating: Cerved Group*
 - 4.6.2 *Il rating: unsolicited e solicited*
- 4.7 *Il percorso verso l'emissione e il ruolo dello studio legale*
 - 4.7.1 *L'emissione dei mini-bond*
 - 4.7.2 *Ammissione dei mini-bond alla negoziazione sul Segmento ExtraMOT PRO*
 - 4.7.3 *L'accentramento dei mini-bond presso Monte Titoli*
- 4.8 *La scelta della quotazione e il mercato di Borsa*
 - 4.8.1 *Le condizioni di ammissione e obblighi informativi*
 - 4.8.2 *Gli strumenti finanziari ed Emittenti*
 - 4.8.3 *La procedura di ammissione*
 - 4.8.4 *Le modalità di negoziazione e vantaggi*
- 4.9 *Il ruolo delle garanzie*
 - 4.9.1 *Le garanzie reali e personali*

- 4.9.2 *Fondo di Garanzia per le PMI*
- 4.9.3 *SACE*
- 4.9.4 *Confidi e banche*
- 4.10 *Il costo dei mini-bond*
- 4.11 *Gli investitori qualificati*
 - 4.11.1 *Banche*
 - 4.11.2 *Assicurazioni*
 - 4.11.3 *Gestioni patrimoniali e OICVM*

Capitolo 5: Mini-bond: strumenti di finanziamento alternativi

- 5.1 *Fondi mini-bond: credit funds*
 - 5.1.1 *Elementi costitutivi del fondo e valorizzazione dei mini-bond in portafoglio*
 - 5.1.2 *Struttura del fondo di credito e processo d'investimento*
 - 5.1.3 *Fondi bancari e indipendenti e conflitto di interesse*
- 5.2 *Cartolarizzazioni di mini-bond*
 - 5.2.1 *Struttura dell'operazione di cartolarizzazione in mini-bond*
 - 5.2.2 *Cartolarizzazione come via d'uscita dalla crisi*
- 5.3 *Ruolo delle banche nell'emissione dei mini-bond e relative problematiche*
- 5.4 *Vantaggi e svantaggi del fondo di debito e della cartolarizzazione*

Conclusione

APPENDICE 1- MINI-BOND EMESSI E CARATTERISTICHE

Bibliografia

Sitografia

Premessa

I mini-bond sono particolari strumenti obbligazionari emessi da imprese di medio piccole dimensioni. Sono stati introdotti nel nostro ordinamento con il Decreto Sviluppo del 2012 (D.L. 22 giugno 2012, n. 83) convertito con modificazioni dalla L. 7 agosto 2012, n. 134 e successivamente sono state promosse modifiche e incentivi alla divulgazione di tali titoli sul mercato rispettivamente con l'intervento del Decreto Sviluppo bis (D.L 18 ottobre 2012, n. 179) convertito dalla L. 212/2012 e del Piano Destinazione Italia (D.L. 23 dicembre 2013, n. 145) convertito dalla L. 9/2014.

Il nome mini-bond, formalmente, identifica solo le obbligazioni "ordinarie" emesse da società italiane non quotate, di piccola e media dimensione, con esclusione delle banche e delle micro-imprese, ma in senso più ampio possiamo considerare anche titoli simili e cambiali finanziarie, di cui parleremo meglio in seguito.

La portata innovativa dello strumento è caratterizzata dalla possibilità per le PMI italiane di far ricorso, per i propri progetti d'investimento, al mercato del capitale di debito in luogo del credito bancario, contrastando il cosiddetto "banco-centrismo" proprio del sistema finanziario italiano.

L'elaborato si propone di analizzare dettagliatamente lo strumento, iniziando con un'introduzione sui tipi di sistemi finanziari e sui modelli di corporate governance da questi derivanti che caratterizzano i paesi più sviluppati. Il focus si sposterà in Italia, dove prevale un sistema finanziario orientato agli intermediari bancari e in cui il tessuto economico è costituito al 95% di imprese di micro, medie e piccole dimensioni. Quest'ultime per tradizione sono sottocapitalizzate e a gestione familiare e pertanto strettamente dipendenti dal credito bancario.

In seguito, vedremo come la Crisi Finanziaria del 2008, aggravata da quella Sovrana del 2011 abbiano radicalmente trasformato le dinamiche del credito a causa degli elevati tassi di *non performing loans* presenti nei bilanci bancari e delle prospettive economiche di recessione. La congiuntura, insieme alla normativa, hanno portato tali istituzioni ad attuare una forte stretta creditizia

che ha, a sua volta, determinato la stasi delle imprese italiane che hanno smesso di investire in progetti di sviluppo ed internazionalizzazione, avendo difficoltà anche con le forme di finanziamento più elementari come quello a breve termine.

In seguito, evidenziato il problema dell'approvvigionamento di risorse finanziarie, e quindi la necessità di ribilanciare la struttura finanziaria delle imprese italiane verso gli strumenti di mercato, vedremo come il legislatore si è mosso per mezzo dei decreti sopra elencati per creare strumenti *ad hoc* per il finanziamento delle PMI.

Entrati nel vivo della materia, introdurremo quali sarebbero i vantaggi della piena implementazione e divulgazione dei mini-bond per tutti i soggetti coinvolti, in particolare: intermediari, specialmente bancari; investitori; e azienda target. Descriveremo le fasi che si susseguono per l'emissione di questo particolare tipo di obbligazione, dalla scelta tra le alternative di finanziamento al collocamento presso il mercato degli investitori istituzionali. Individueremo i ruoli chiave e gli operatori chiamati a svolgere le mansioni richieste definendo step precisi che rendono il mini-bond uno strumento trasparente, al contrario delle aspettative e dei pregiudizi.

Inoltre, introdurremo due modalità di divulgazione dei nuovi titoli previste anche dal legislatore, che è intervenuto ad ausilio dei mini-bond con il Piano Destinazione Italia ovvero: il veicolo finanziario dei fondi di debito e la tecnica finanziaria della cartolarizzazione. Dopo una breve analisi se ne evidenzieranno vantaggi e svantaggi anche derivanti dal decreto.

Capitolo 1: La struttura finanziaria delle imprese italiane

1.1 Sistemi finanziari orientati agli intermediari e sistemi finanziari orientati al mercato

Un sistema finanziario è un'infrastruttura complessa, composta di intermediari, mercati, strumenti e regole, che svolge un ruolo fondamentale all'interno del sistema economico¹.

Il sistema finanziario (Tabella 1) è al centro di un circuito composto da: banche ed altri intermediari, investitori istituzionali e mercati. Ai due estremi vi sono gli operatori che hanno rapporti con il sistema finanziario: da un lato le famiglie, le quali vantano depositi e altre forme di crediti verso banche e altri intermediari, possiedono quote di fondi comuni (e strumenti emessi da investitori istituzionali), titoli azionari e obbligazionari; dall'altro lato imprese e settore pubblico, che ricevono finanziamenti da banche e altri intermediari in qualità di prestiti e dal mercato in forma di azioni e obbligazioni.

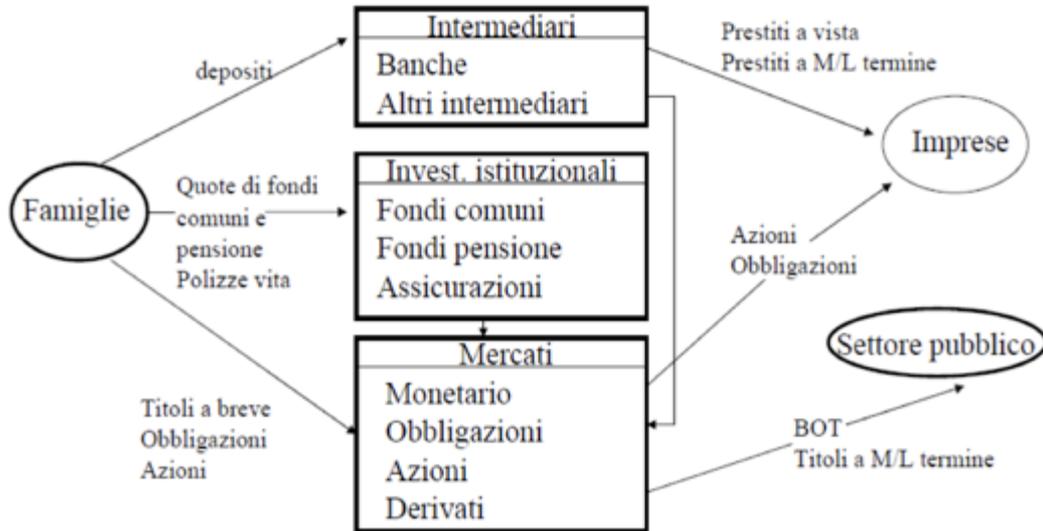
Le autorità di vigilanza soprassedono il circuito, avendo il compito di assicurare il rispetto delle regolamentazioni e il corretto funzionamento degli operatori, ciascuna nel proprio ambito di competenza.

I sistemi finanziari svolgono importanti funzioni nell'ambito del sistema economico. In primo luogo troviamo la funzione monetaria attraverso la quale il sistema finanziario garantisce l'efficienza del sistema dei pagamenti, fattore alla base della funzionalità degli scambi. Tale funzione è svolta dal sistema bancario: Banca Centrale e banche rappresentano i soli soggetti che hanno la facoltà di fornire agli operatori economici i mezzi di pagamento attraverso la creazione di proprie passività, che sono universalmente accettate come mezzo di pagamento. L'esercizio della funzione monetaria è dunque una caratteristica che distingue gli intermediari bancari dalle altre istituzioni finanziarie presenti nel sistema

¹ Cfr. Paola Borgini, Maria Luisa Di Battista, Laura Nieri, Arturo Portarniello, "Il sistema finanziario"; ed. Mulino 2004.

Tabella 1: Schema del sistema finanziario italiano

Banca d'Italia	Consob	Antitrust	Ivass	Covip
-----------------------	---------------	------------------	--------------	--------------



Fonte: Università di Teramo – Economia degli intermediari finanziari- Prof. Paolo Di Antoni

Altra funzione propria del sistema finanziario è quella creditizia, consistente nel trasferimento di risorse dai risparmiatori² agli investitori³, entrambi messi in relazione attraverso il trasferimento delle risorse finanziarie nello spazio e nel tempo. Quanto maggiore è la dissociazione fra centri di formazione del risparmio e centri di decisione degli investimenti, tanto più diventa necessario il ruolo di allocazione delle risorse svolto dal sistema finanziario. Tale situazione avviene quando alcuni soggetti (o interi settori istituzionali) si caratterizzano per la funzione di accumulazione del risparmio e altri si specializzano invece nella funzione di investimento. Così facendo i primi dispongono di risorse ma non hanno intenzione di impiegarle direttamente in attività reali, mentre i secondi hanno progetti di investimento (in attività reali) ma non le disponibilità economiche per realizzarli. Perciò il sistema finanziario si occupa di soddisfare le esigenze di fabbisogno finanziario di soggetti con interessi tra loro contrapposti: datori

² Soggetti in surplus finanziario le cui entrate sono maggiori delle uscite.

³ Soggetti in deficit finanziario le cui uscite sono maggiori delle entrate.

di fondi e prenditori di fondi. L'incontro tra unità in avanzo e in disavanzo può avvenire tramite i circuiti diretti via mercati e indiretti con l'intervento di intermediari.

Importante è anche la funzione di gestione dei rischi: il sistema finanziario consente di distribuire, trasferire e frazionare i rischi tra le diverse unità economiche. Tale prerogativa è attuata con l'utilizzo di specifiche tecniche gestionali (portfolio management, cartolarizzazione ecc.) e con l'offerta di strumenti contrattuali ad hoc quali: contratti a termine su merci e su strumenti finanziari, strumenti finanziari derivati o polizze assicurative.

Infine il sistema finanziario svolge la funzione di trasmissione della politica monetaria sull'economia reale, essendo il veicolo attraverso il quale si perseguono gli obiettivi di politica monetaria, che vede come principale scopo la stabilità dei prezzi. Un ruolo preponderante è svolto, ancora una volta, dagli intermediari bancari. Infatti la banca centrale è responsabile della condotta della politica monetaria, grazie all'immissione di moneta e alle manovre di variazione dei tassi d'interesse che innescano delle reazioni nel comportamento degli operatori economici in termini di consumi e investimenti. Meccanismi e velocità delle reazioni tra variabili monetarie e finanziarie (sotto il controllo della banca centrale) e variabili reali (derivanti dal comportamento degli operatori) dipendono dalle caratteristiche strutturali del sistema finanziario.

I sistemi finanziari si distinguono in base al tipo di strumenti finanziari scambiati e alla centralità degli operatori nella definizione delle regole; si identificano, perciò, in sistemi orientati agli intermediari e sistemi orientati alla borsa o al mercato⁴.

I primi sono sistemi finanziari in cui le imprese finanziano i loro investimenti e le loro necessità a breve facendo ricorso principalmente al credito richiesto a intermediari finanziari, in particolar modo le banche (fenomeno denominato "banco-centrismo"). I secondi sono invece sistemi finanziari in cui le imprese finanziano i mezzi propri e di debito esterno facendo ricorso al

⁴ La distinzione introdotta per descrivere i diversi modi in cui viene finanziato l'investimento industriale si deve prima a Rybczynsky poi viene ripresa ed estesa all'ambito generale di efficienza, competitività e stabilità, da Allen e Gale (2000).

mercato dei capitali con l'emissione di azioni e obbligazioni (il cosiddetto "mercato-centrismo").

Nelle economie a basso reddito, arretrate o in via di sviluppo, il risparmio è scarso e concentrato nelle mani di pochi e il trasferimento delle risorse verso le imprese è di fatto inesistente. Le alternative di finanziamento per i progetti di investimento sono soltanto l'autofinanziamento⁵ o i prestiti personali (da parte di amici, parenti, cambia valute e banche impegnate nel microcredito).

Con il progredire del livello di sviluppo, si passa al secondo stadio con la comparsa di intermediari finanziari che si occupano della raccolta dei risparmi e li trasferiscono alle imprese. Le banche sono gli intermediari per eccellenza che svolgono tale funzione, la loro attività principale consiste nel raccogliere depositi presso il pubblico dei risparmiatori per trasferirli alle imprese sotto forma di prestiti a breve termine. Le imprese utilizzano questi prestiti per finanziare il capitale circolante, ovvero le spese correnti e i costi di produzione (pagamenti di salari, stipendi, fornitori). Gli investimenti in capitale fisso invece, sono garantiti attraverso l'autofinanziamento e il conferimento di mezzi propri da parte degli azionisti.

Il terzo stadio di sviluppo prevede, in seguito, la comparsa dei mercati dei capitali⁶ e degli intermediari di mercato (broker, dealer, banche d'investimento). L'attività delle banche si estende dagli ambiti tradizionali ad un coinvolgimento diretto nel finanziamento degli investimenti industriali di medio e lungo termine e nell'acquisizione di partecipazioni dirette nel capitale delle imprese sotto forma di capitale di rischio.

Infine, l'ultimo stadio di sviluppo prevede la comparsa di nuovi mercati dei capitali (come i mercati dei prodotti finanziari derivati) che hanno il compito di ridurre e trasferire i rischi finanziari di difficile gestione per le imprese industriali come i rischi derivanti dalle variazioni dei tassi di interesse e di cambio. Inoltre, aumenta l'importanza dei mercati come fonte di provvista di fondi (diversa dal risparmio delle famiglie) per le banche e gli altri

⁵ L'autofinanziamento è costituito da utili netti generati nell'esercizio e non distribuiti sotto forma di dividendi, ma reinvestiti all'interno dell'organizzazione aziendale.

⁶ Il mercato dei capitali e quel mercato in cui vengono trattati strumenti di debito (es. obbligazioni) o partecipativi (es. azioni) a medio-lungo termine (ovvero con scadenza superiore a 12 mesi) o a scadenza indeterminata.

intermediari finanziari (mercati interbancari, emissione di obbligazioni bancarie, ecc.).

L'orientamento del sistema finanziario dipende, però, anche dal grado di coinvolgimento dello Stato nel finanziamento degli investimenti industriali. Nei paesi anglosassoni tale coinvolgimento appare meno evidente rispetto ai paesi dell'Europa continentale e ciò si riflette, a parità di livello di sviluppo economico, rispettivamente nel prevalere dei mercati nel primo caso e degli intermediari nel secondo. Rybczynsky identifica un orientamento agli intermediari nei sistemi finanziari dei paesi dell'Europa Continentale e in Giappone, mentre un orientamento al mercato nel sistema finanziario inglese, e un orientamento fortemente sbilanciato verso il mercato nel sistema finanziario statunitense⁷.

Una volta identificati i due modelli di sistemi finanziari e averne delineato il percorso evolutivo in base allo sviluppo economico dei diversi paesi e all'intervento nello Stato nell'economia del paese, vediamo ora le loro principali caratteristiche.

I sistemi *market based* presentano una elevata concorrenza tra gli intermediari finanziari, soprattutto nel settore delle banche commerciali; ciò comporta migliori condizioni per i clienti delle stesse. In tali sistemi si vengono a distinguere nettamente i ruoli complementari delle banche commerciali, specializzate nella raccolta di depositi e nell'erogazione di prestiti a breve termine, e banche d'investimento, specializzate nella raccolta a lungo termine e nell'acquisizione diretta o nell'intermediazione di partecipazioni azionarie e prestiti obbligazionari. Una caratteristica importante, che permette l'allocazione efficiente delle risorse, è la valutazione degli strumenti finanziari al *mark to market*, che consiste nella rivalutazione periodica delle attività finanziarie sul mercato dei capitali. Questo permette di avere una valutazione sempre attuale del proprio portafoglio. Tuttavia, momenti di volatilità dei mercati, dati da periodi di crisi finanziaria e improvvisi mutamenti dell'opinione pubblica possono dar luogo

⁷ Rybczynsky T.M. (1996), «Investment Banking: Its Evolution and Place in the System», in E.Gardner, P. Molineux, *Investment Banking, Theory and Practice*, London, Euromoney.

ad una forte instabilità dei portafogli finanziari. I mercati, però, sono buoni aggregatori di informazioni e semplificatori, in quanto il meccanismo di prezzi sintetizza ed elabora tutti i dati relativi alla valutazione di un titolo. La maggior recettività dei mercati rispetto agli intermediari in merito alle innovazioni industriali e agli investimenti in ricerca e sviluppo rende possibile per le economie *market oriented* accrescere la reputazione e la loro leadership. Infine, in questi sistemi, ciò che conta è l'efficienza aziendale e visto che i mercati sono un contesto di proprietà contendibile, agiscono meccanismi di controllo esterno sulla gestione delle imprese attraverso la possibilità di assistere a scalate ostili.

I sistemi finanziari orientati alla banca, *bank based*, sono invece caratterizzati da una limitata concorrenza tra gli intermediari e una maggior enfasi sulla loro capacità di svolgere una funzione assicurativa nei confronti delle esigenze di liquidità della clientela. Prevale il concetto di banca universale, in grado di svolgere allo stesso modo le funzioni di banca commerciale e d'investimento. L'allocazione delle risorse finanziarie, in tali sistemi, può essere inefficiente per la mancanza di un meccanismo di valutazione oggettivo dell'investimento; inoltre tali economie vanno a scapito degli investimenti innovativi poiché per limitare il rischio e i costi di attività prevale la prudenza. La minore esposizione al rischio di instabilità finanziaria costituisce però un elemento di forza di tale modello; inoltre, sono presenti bassi livelli di *free riding*, relazioni con la clientela più specifiche e contratti *tailor made*, più adatti alla soddisfazione del singolo cliente. I meccanismi attraverso i quali possono essere messe in atto scalate ostili in un contesto di proprietà contendibile sono meccanismi di controllo interno sulla gestione delle imprese.

La definizione di uno dei due orientamenti ormai non è più applicabile disgiuntamente dall'altra se si ragiona a livello di sistema finanziario internazionale, poiché fin dai primi stadi di sviluppo ha prevalso la logica di mercato anche se i mercati finanziari non intermediati sono un fenomeno

assai raro a livello sia nazionale che internazionale⁸. E' più realistico pensare ad intermediari collegati direttamente o interrelati tramite mercati dove si propongono quali operatori propri o rappresentanti di operatori finali.

Entro ampi limiti, perciò, la distinzione non ha più senso mentre permane a livello di singole realtà nazionali.

Tendenzialmente, a seconda che il sistema finanziario nazionale sia orientato al mercato o agli intermediari, segue un determinato business model delle imprese presenti sul territorio considerato. Si vengono a identificare due tipi di *corporate governance* differenti: il modello renano-nipponico e quello anglosassone.

Il primo modello prende il nome dagli stati di Germania e Giappone, ma si estende anche in tutta l'Europa continentale. Infatti, sono proprie di quelle economie in cui il sistema finanziario è orientato agli intermediari le caratteristiche di accentramento e stabilità della proprietà, di limitato ricorso al capitale azionario e obbligazionario, di predilezione per il finanziamento bancario e di immistione delle banche nella gestione delle imprese. Il vantaggio che tale business model presenta è la facilitazione nel perseguire strategie di lungo termine; di contro gli azionisti di minoranza hanno una scarsa tutela a causa dell'accentramento del potere economico finanziario.

Il secondo modello è invece proprio della Gran Bretagna e degli Stati Uniti (in modo più completo e particolareggiato). I sistemi finanziari di queste economie sono *market oriented*, per questo motivo il ruolo del mercato finanziario è centrale nel business model anglosassone: l'azionariato è diffuso tanto da garantire una netta separazione tra proprietà e gestione, dando spesso origine alle cosiddette *public companies* e l'efficacia gestionale è garantita dalla capacità di ricambio del management. Il modello presenta la caratteristica positiva di ridurre la concentrazione della ricchezza mobiliare ma anche lo svantaggio di esaltare i successi realizzati da strategie di breve periodo a scapito di una linea strategica di lungo termine, per la facilità di take over a cui la componente manageriale è sottoposta

⁸ De Cecco M. (2004), "Sulla convergenza dei sistemi finanziari", in Bellanca N., Dardi M. e T. Raffaelli (a cura di), *Economia senza gabbie. Studi in onore di Giacomo Becattini*, Bologna, il Mulino.

1.2 *Lo sbilanciamento della struttura finanziaria delle imprese verso il sistema bancario*

La struttura finanziaria di un'impresa rappresenta la composizione di mezzi propri e mezzi di terzi strumentali allo svolgimento di una "*attività economica professionalmente organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o servizi*"⁹.

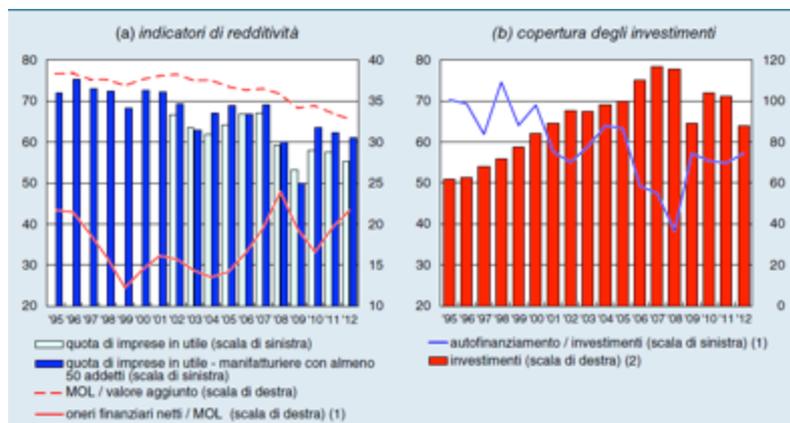
Il fabbisogno finanziario delle imprese, oltre che dalle finanze proprie apportate in sede di costituzione da parte dei soci proprietari, cioè il capitale sociale, viene coperto con modalità molteplici. In linea generale, è possibile distinguere otto possibili forme di copertura del fabbisogno finanziario delle imprese: l'autofinanziamento prodotto dalla gestione aziendale, i capitali propri immessi dai soci, la dismissione di *asset* patrimoniali non strategici, i finanziamenti pubblici, i finanziamenti infragruppo, il ricorso a mercati dei capitali di rischio, a mercati dei capitali di debito, i finanziamenti bancari.

La modalità naturale di finanziamento è l'autofinanziamento, prodotto dagli utili netti generati nell'esercizio e non distribuiti sotto forma di dividendi, ma reinvestiti all'interno dell'organizzazione; questa è la forma preferita dalla componente gestionale visto che comporta il massimo controllo dell'organizzazione da parte del management e un segnale positivo per i mercati a dimostrazione della buona capacità dell'impresa di generare reddito. Purtroppo le ripercussioni della crisi sull'economia reale hanno generato una riduzione dei consumi da parte dei privati e un netto decremento degli investimenti da parte delle imprese; ciò ha comportato un calo della domanda di beni e servizi e di conseguenza del volume d'affari delle imprese (Tabella 2.a). Alla diffusa riduzione della redditività aziendale si è accompagnata una politica di austerità caratterizzata da una pressione fiscale sostenuta che ha aggravato ulteriormente la situazione delle imprese

⁹ Definizione di impresa ai sensi dell'articolo 2082 del codice civile.

italiane, rendendo così l'autofinanziamento una fonte instabile di copertura (Tabella 2.b).

Tabella 2: Redditività (a) e Copertura degli investimenti (b)



Fonte: Banca d'Italia

L'inside equity¹⁰ è un' altra modalità di finanziamento, di tipo straordinario, poco adottato nel sistema economico italiano per la preferenza verso modelli di imprese poco capitalizzate rispetto ad imprenditori e famiglie abbienti, secondo il modello: "famiglia ricca-impresa povera"¹¹.

Un'altra componente straordinaria di reddito che genera plusvalenze e quindi finanzia per l'azienda è caratterizzata dalla dismissione di assets non strategici, principalmente partecipazioni finanziarie, pericolosa però per la possibilità di innescare un processo di *market liquidity risk* cioè di subire perdite in conseguenza della dismissione forzata di attivi.

A copertura del fabbisogno finanziario delle imprese, soprattutto internazionali, ci sono anche i finanziamenti infragruppo, anche se sono poco sviluppati in Italia per la presenza esigua di holding: solo il 10% delle piccole imprese e 15% delle medie sono sottoposte a controllo di gruppo. Infine, i

¹⁰ Finanziamenti a titolo di capitale di rischio apportati da soci amministratori, soggetti che dispongono di informazioni privilegiate rispetto al mercato o a soci non amministratori (c.d. outside equity) che emettono segnali positivi al mercato per la dimostrazione di fiducia nell'azienda che gestiscono.

¹¹ Flavio Guidi "Figli, capitale in azienda", FrancoAngeli, 2005.

finanziamenti pubblici erogati sono sempre più limitati in termini quantitativi¹².

La peculiarità del tessuto economico italiano però rappresenta una delle motivazioni principali per la quale le imprese nazionali soffrono di un eccessivo “banco-centrismo”, che porta a una sovraesposizione verso il sistema bancario e, conseguentemente, a una forte dipendenza in termini di crescita e sviluppo delle stesse nei confronti degli intermediari tipicamente bancari. I finanziamenti che provengono dal sistema bancario rappresentano infatti il 66,5%¹³ del totale delle risorse finanziarie di debito a disposizione delle imprese. Il tasso si discosta sensibilmente da quello degli altri paesi europei con media dell'Eurozona che si attesta al 50% circa (Tabella 3).

Tabella 3: Quota dei debiti verso banche su totale dei debiti finanziari delle imprese

Paese	% debiti bancari
Italia	66,5
Francia	37,0
Germania	52,7
Spagna	51,5
Regno Unito	28,5
Zona euro	50,0

Fonte: Banca D'Italia 2013

Tale sbilanciamento si riscontra analizzando i canali di approvvigionamento, dei mercati di capitali, di risorse finanziarie apportate da soggetti terzi quali *outside equity* e creditori.

E' caratteristica propria della cultura aziendale italiana la mancanza di apertura al mercato del capitale di rischio e al reperimento di un

¹² Il decreto legge Destinazione Italia, appena convertito in legge detta i principi sul punto dedicato all'autoimprenditorialità riducendo il tetto massimo degli investimenti ammissibili, alla richiesta di mutuo a tasso zero, che passa da 2,5 milioni di euro a 1,5 milioni di euro; inoltre è prevista l'abolizione del contributo a fondo perduto. La legge però espande l'ambito operativo e geografico di competenza e per le donne viene eliminato il limite di età per l'accesso a tali contributi.

¹³ Dati della Banca d'Italia 2013.

management terzo, estraneo alla componente familiare dell'assetto proprietario¹⁴. Prevale la paura della perdita del controllo patrimoniale e amministrativo dell'impresa a scapito proprio dell'efficienza ed efficacia dell'operatività aziendale; pertanto assistiamo ad un sottodimensionamento del mercato azionario in Italia. Inoltre, la causa di un basso sviluppo e ricorso al mercato dei capitali da parte delle imprese italiane è anche la dimensione dello stesso, costituito da un numero esiguo, rispetto agli altri paesi europei, di imprese non finanziarie quotate in Italia, che sono circa 200¹⁵ rispetto alle 700 aziende (non finanziarie) quotate francesi e tedesche.

Di riflesso, anche il mercato obbligazionario non è sfruttato al massimo suo potenziale, perché la cultura e il modello di business delle aziende italiane non ne hanno consentito lo sviluppo e la fiducia piena. Tuttavia, si aggiungono anche motivazioni di carattere economico-istituzionale che hanno portato, in passato, ad un allontanamento delle imprese dal mercato di capitali¹⁶ e che hanno influenzato negativamente le opinioni degli investitori. In primo luogo, è importante sottolineare il ruolo che fin dagli anni Cinquanta hanno avuto gli Istituti di Credito Speciale (ICS), intermediari che emettevano obbligazioni proprie per collegare le imprese con fabbisogno finanziario di medio-lungo termine al risparmio (detenuto dalle famiglie). Anche l'effetto spiazzamento dell'indebitamento pubblico, che nel mercato primario ha assunto un peso del 70% del mercato obbligazionario, ha da sempre comportato da un lato una reputazione migliore dei titoli di Stato rispetto ai corporate bond in termini di rischio, dall'altro anche un rendimento superiore grazie ad una normativa fiscale favorevole. Infine, anche i limiti quantitativi dettati dalle disposizioni civilistiche¹⁷ hanno contribuito a frenare l'espansione del mercato obbligazionario.

14 Bianco M, S.Giacomelli, e S.Rossi, "L'impresa familiare: un'anomalia italiana?", il Mulino 2012.

15 Borsa italiana dati 2012.

16 "Manuale di finanza per l'impresa", E. Monti, Isedi ed. 2011.

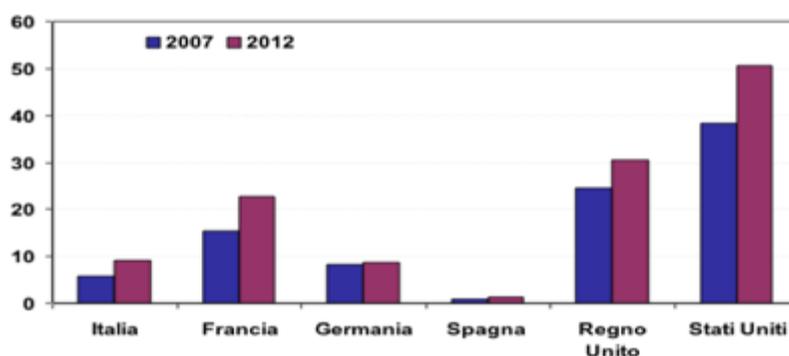
17 Art. 2410 del codice civile ante riforma del diritto societario (riforma Vietti) fissava un ammontare minimo di emissione obbligazionaria pari al capitale versato ed esistente in sede di ultimo bilancio approvato.

Dopo la riforma societaria del 2003 l'art. 2412 del codice civile ha previsto l'ampliamento dei limiti quantitativi, in quanto la società può emettere obbligazioni "... per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato ...".

All'emissione di titoli di debito ricorrono, in Italia, poche grandi imprese: tra il 2007 e il 2012 solo 29 gruppi industriali italiani hanno emesso titoli sul mercato internazionale. I prestiti obbligazionari rappresentano meno del 10% dei debiti finanziari nei bilanci delle imprese¹⁸(Tabella 4).

Per capire bene il problema della struttura finanziaria delle imprese italiane è utile anche una breve analisi sulla dinamica del credito degli anni prima della crisi.

Tabella 4: Obbligazioni in rapporto ai debiti finanziari delle imprese (valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia per l'Italia; BCE per i paesi dell'area dell'euro; Banca d'Inghilterra per il Regno Unito; Federal reserve System per gli Stati Uniti.

Tra il 2000 e il 2008 il credito bancario alle imprese, nel nostro paese, cresceva in media a un ritmo di oltre l'8% annuo, più del 12% nel solo 2007, in misura ben superiore alla dinamica dei fondamentali economici (investimenti, produzione). Le risorse in quegli anni venivano male allocate poiché indirizzate in prevalenza verso settori con minor produttività. Inoltre, dal 2005, con l'entrata nell'UEM¹⁹, i tassi di interesse bancari si riducevano gradualmente, fino al 4,2% e il differenziale con i corrispondenti tassi medi europei si annullava. La percentuale di imprese che non riuscivano ad ottenere un finanziamento da parte di istituti bancari si riduceva a meno del 3% in media tra il 2006 e il 2008. In tale periodo, gli investimenti sostenuti

¹⁸ "Finanza e crescita dopo la crisi", intervento del Direttore Generale della Banca d'Italia Salvatore Rossi, Milano, 14 novembre 2013, Relazione Conclusiva del Cib 2013 Management Executive Program di Sda Bocconi.

¹⁹ Unione Monetaria Europea.

da capitale proprio o autofinanziamento erano in costante ribasso e raggiungevano nel 2008 il minimo storico del 36%²⁰.

L'erogazione dei finanziamenti era avvenuta senza un adeguato screening delle controparti prenditrici, monitoring del rapporto con la clientela e senza un controllo adeguato dei rischi.

Al momento della crisi, che comportò una riduzione dei margini di redditività, diretta conseguenza della congiuntura, le imprese italiane si ritrovavano con un grado di indebitamento molto più elevato che in passato e la dipendenza dal sistema bancario era maggiore soprattutto per le imprese minori, per le quali si caratterizza il sistema industriale italiano.

²⁰ "Indagine sulle imprese industriali e dei servizi", indagine Invind condotta dalla Banca d'Italia nel 2011.

Capitolo 2: Finanziamento PMI e crisi finanziaria

2.1 Definizione comunitaria di PMI e situazione di cronica sottocapitalizzazione in Italia

Il legislatore comunitario si è occupato di individuare in modo formale le organizzazioni che costituiscono “impresa” e di dettare precise regole comuni a livello europeo di classificazione delle stesse nell'ottica di un mercato unico senza frontiere interne.

La conferma di tale approccio è tanto più necessaria se si tiene conto delle numerose interazioni tra provvedimenti nazionali e comunitari a sostegno delle microimprese, piccole e medie imprese (PMI), come in materia di Fondi strutturali e di ricerca, e per evitare che la Comunità indirizzi le sue azioni a un certo tipo di PMI e gli Stati membri a un altro.

Per definire un'organizzazione come impresa, il legislatore comunitario considera ogni entità, a prescindere dalla forma giuridica rivestita, che eserciti un'attività economica. In particolare sono considerate tali le entità che esercitano un'attività artigianale o altre attività a titolo individuale o familiare, le società di persone o le associazioni che esercitino un'attività economica.²¹ Inoltre specifica che le aziende sono classificabili per dimensioni, considerando come indicatori di riferimento limiti occupazionali e finanziari.²² Con precisione: le “micro” imprese sono organizzazioni che occupano meno di 10 persone e realizzano un fatturato annuo oppure un

21 Come si evince dall' articolo 1 della raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea, del 6 maggio 2003.

22 Come si evince dall' articolo 2 della raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea, del 6 maggio 2003.

totale di bilancio annuo non superiore a 2 milioni di Euro. Per “piccole” imprese intendiamo quelle con meno di 50 dipendenti ed un fatturato annuo o uno stato patrimoniale annuo inferiore a 10 milioni di Euro mentre per "medie" si intendono le imprese con meno di 250 dipendenti ed un fatturato annuo inferiore a 50 milioni di Euro o un totale dell'attivo dello stato patrimoniale inferiore a 43 milioni di Euro. Infine, per grandi imprese si considerano quelle con più di 250 dipendenti ed un fatturato annuo uguale o superiore a 50 milioni di Euro o un totale dell'attivo dello stato patrimoniale uguale o superiore a 43 milioni di Euro.

In Italia la maggior parte delle imprese sono di piccole e medie dimensioni: su 4.338.766 imprese, 4.335.448 (il 99,9%) sono considerate micro, piccole e medie imprese. La quasi totalità delle PMI italiane (il 95%) è costituita da organizzazioni con meno di 10 addetti, con strutture di *governance* a carattere familiare e in media sottocapitalizzate; il resto è formato da imprese che impiegano dai 10 a 49 addetti (196.090 unità, pari al 4,5%), mentre le imprese di taglia più grande (dai 50 a 249 addetti) sono appena 21.867, ossia lo 0,5% del totale²³.

Con la pubblicazione nel 2008 dello *Small Business Act* (SBA), la Comunità Europea ha riconosciuto il ruolo cruciale che le PMI rivestono nell'economia europea in generale. Nel 2010 il Ministero dello Sviluppo Economico ha realizzato un rapporto sullo stato di attuazione dello SBA fornendo un'analisi comparata della situazione italiana e degli altri paesi dell'Unione. La media europea di imprese di dimensioni ridotte è del 99,8% (23 milioni) ed assorbe il 67,4% dell'occupazione. Il ruolo della piccola dimensione in Italia trova un'ulteriore conferma nel numero di addetti che lavorano all'interno di PMI (80% del totale) e dal fatto che in Italia, a fronte di una media UE del 60%, oltre il 71% del valore aggiunto è attribuibile a questa tipologia di imprese.

In rapporto agli altri Paesi europei, però, in Italia i costi richiesti per avviare un'impresa sono di gran lunga superiori alla media, così come il numero di procedimenti necessari per registrare la proprietà (8 contro una media di 5,2) anche se la media dei giorni per iniziare un'attività (10 contro una media

²³ Dati della relazione: “ Le piccole e medie imprese in Italia” di Confcommercio Venezia, 2006.

di 17,2) risulta inferiore.

Sul fronte dell'accesso al credito sono stati potenziati il Fondo di Garanzia²⁴(1,6 miliardi di euro) e il Fondo Rotativo²⁵ (785 milioni di euro) per il sostegno all'innovazione e all'internazionalizzazione; è stata inoltre avviata la riforma degli incentivi alle imprese (come riportato nel primo capitolo).

Sul fronte dell'innovazione la posizione dell'Italia risulta molto al di sotto della media europea. In particolare, ad allontanare l'Italia dall'Europa sono: la percentuale di imprese che vendono o acquistano on-line (12% in Italia rispetto al 23,5% in Europa), la quota del personale laureato delle PMI (14% rispetto al 30,4%), la percentuale di PMI innovative che lavora in cooperazione con altre (4,3% contro l'11,6%) e la quota di imprese che hanno sviluppato e commercializzano prodotti nuovi (54,4% in Italia, 63,8% in Europa). Riguardo l'export, mentre la quota di PMI che hanno esportato si colloca leggermente al di sopra della media UE (27,3% rispetto a 27,1%), i seguenti indicatori ne risultano al di sotto: percentuale di fatturato derivante dalle esportazioni; numero di giorni richiesti per esportare o per importare; percentuale di PMI che percepiscono reddito da filiali e/o partecipate all'estero; percentuale di PMI che hanno investito all'estero nel triennio

24 Con il Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese, l'Unione europea e lo Stato Italiano affiancano le imprese che hanno difficoltà ad accedere al credito bancario perché non hanno a disposizione sufficienti garanzie. La garanzia pubblica, in pratica, sostituisce le costose garanzie normalmente richieste per ottenere un finanziamento. La garanzia prestata dal fondo si sostanzia in un'agevolazione del Ministero dello sviluppo economico, finanziata anche con le risorse europee dei Programmi Operativi nazionali e interregionali 2007-2013, che può essere attivata solo a fronte di finanziamenti concessi da banche, società di leasing e altri intermediari finanziari a favore delle PMI. Il Fondo non interviene direttamente nel rapporto tra banca e impresa: tassi di interesse, condizioni di rimborso ecc., sono lasciati alla contrattazione tra le parti. Ma sulla parte garantita dal Fondo non possono essere acquisite garanzie reali, assicurative o bancarie.

25 Il Fondo di rotazione è uno strumento finanziario a sostegno delle imprese. Tali fondi sono detti rotativi perché vengono alimentati, oltre che dagli stanziamenti pubblici, anche dalle somme restituite ciclicamente dalle imprese beneficiarie. Le risorse finanziarie di cui questo viene dotato sono utilizzate permanentemente nel tempo, in quanto man mano che i beneficiari restituiscono il capitale che hanno ricevuto, torneranno disponibili nuovi finanziamenti, che il fondo potrà concedere ad altri programmi di investimento.

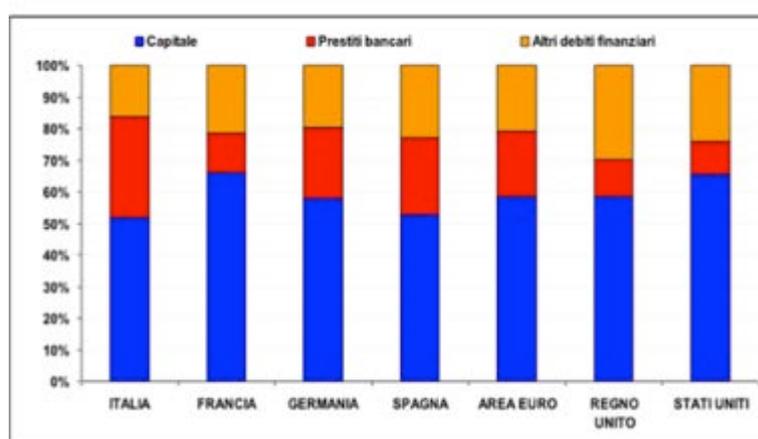
Generalmente i finanziamenti richiesti dai soggetti beneficiari del fondo di rotazione sono coperti per una determinata quota percentuale dal fondo stesso, senza la corresponsione di nessuna quota interessi, e la restante parte viene concessa dagli istituti finanziari alle normali condizioni di mercato (quota capitale più quota interessi). In alternativa possono essere concessi finanziamenti a tassi agevolati.

2006-2008.

Infine le PMI italiane risultano affette, come evidenziato anche nel primo capitolo, da una fragilità rilevante nella struttura finanziaria se paragonate alla situazione delle *peers* europee. Rispetto agli altri principali paesi europei, le imprese italiane si distinguono, infatti, per la presenza di minor capitale di rischio e più capitale di debito (debiti vs banche soprattutto), mostrando una forte sottocapitalizzazione (Tabella 5): il capitale proprio è in media la metà delle fonti totali di finanziamento a disposizione delle aziende.

La forte sottocapitalizzazione ha determinato una dipendenza, via via sempre più accentuata verso il canale creditizio bancario. Tale fattore evidenzia una debolezza che rende difficile per le imprese italiane la competizione verso un mercato sempre più concorrenziale e a forte carattere internazionale. Inoltre, si va a determinare un'ulteriore vulnerabilità delle PMI italiane in un contesto ambientale non favorevole: infatti tanto più l'indebitamento è alto, quanto più sarà rigida la struttura dei costi a causa degli oneri finanziari. Questi ultimi difficilmente potranno essere scaricati sul prezzo finale a causa di un mercato altamente competitivo. Infine, l'elevato indebitamento incrementa il rischio finanziario delle imprese, cioè l'imperversare di situazioni d'insolvenza o difficoltà.

Tabella 5: Composizione delle passività finanziarie per le imprese



Fonte: Fonte: Banca d'Italia per l'Italia; BCE per i paesi dell'area dell'euro; Banca d'Inghilterra per il Regno Unito; Federal Reserve System per gli Stati Uniti.

2.2 Razionamento del credito bancario: credit crunch, EBA e stress test per le banche

Le criticità relative ad un eccessivo indebitamento bancario mostrano un effetto amplificatorio quando la congiuntura non è favorevole: l'avvio della crisi economica mondiale, convenzionalmente iniziata con il fallimento di Lehman Brothers nel 2008, fa da spartiacque tra un periodo di boom economico e di forte sviluppo dell'economia reale e uno di recessione profonda, che ha determinato grandi difficoltà per le aziende sia a livello nazionale che internazionale.

Quando sono emerse le insolvenze dei debitori, gli intermediari, per mancanza di una capitalizzazione adeguata, hanno iniziato a mostrare i primi segnali di crisi.

Il fallimento di alcune banche internazionali, anche di grandi dimensioni, ha lesso il rapporto di fiducia sul quale si basano le relazioni tra gli operatori, bloccandone i flussi finanziari: le banche che avevano liquidità in eccesso non prestavano denaro alle banche in deficit, per tenere un cuscinetto di salvataggio nel caso in cui variazioni inattese del mercato o della fiducia dei depositanti fossero cambiate a loro sfavore. L'effetto domino che si è venuto a innescare ha coinvolto tutti gli operatori economici e in un secondo momento si è abbattuto sulle imprese.

I rapporti banca-impresa si sono inaspriti, in particolare da gennaio 2008 data dell'entrata in vigore del regolamento di Basilea 2 che con i suoi meccanismi pro-ciclici, in una fase congiunturale negativa, impone alle banche una restrizione dei finanziamenti erogabili a causa dell'aumento dei rischi; quindi costituisce un ostacolo ai deboli segnali di ripresa economica. Infatti, in base ad un'indagine svolta da Dun&Bradstreet (2008) su un campione di 448mila società di capitali italiane, il 77% delle imprese non era in regola con i parametri di Basilea II e, pertanto rischiava una restrizione o una revoca dei finanziamenti.

Il corpus di norme di Basilea II sostituisce il precedente Accordo di Basilea del 1988 che aveva introdotto requisiti quantitativi patrimoniali delle banche

a fronte, inizialmente, dei soli rischi di credito²⁶ al fine di rafforzare la normativa concernente la stabilità delle banche attraverso la definizione dei loro requisiti patrimoniali e il miglioramento dei metodi di misurazione e gestione dei rischi . Il contenuto dell'Accordo si articola in tre pilastri: requisiti di capitale minimi, processo di controllo prudenziale, disciplina di mercato.

Il primo pilastro è un affinamento delle misure di Basilea I che richiedeva un requisito di accantonamento di un patrimonio di vigilanza dell'8% delle attività ponderate per il rischio; Basilea II tiene conto, oltre che del rischio di credito, del rischio operativo²⁷ e del rischio di mercato²⁸. Inoltre, per il rischio di credito, è data possibilità alle banche di utilizzare metodologie diverse di calcolo dei requisiti distinguendo tra metodi standard e metodi più avanzati, i quali consentono l'utilizzo di sistemi di *internal rating*, con l'obiettivo di garantire una maggiore sensibilità ai rischi senza innalzare né abbassare, in media, il requisito complessivo.

Il secondo pilastro comporta nuove norme più stringenti in materia di organizzazione e di controlli interni.

Il terzo pilastro concerne le regole, più particolareggiate che in precedenza, per garantire la massima trasparenza dell'informativa al pubblico: le banche dovranno rendere pubbliche le informazioni sul proprio processo di gestione e controllo dei rischi assunti.

Il secondo aspetto che ha caratterizzato il razionamento del credito è dato

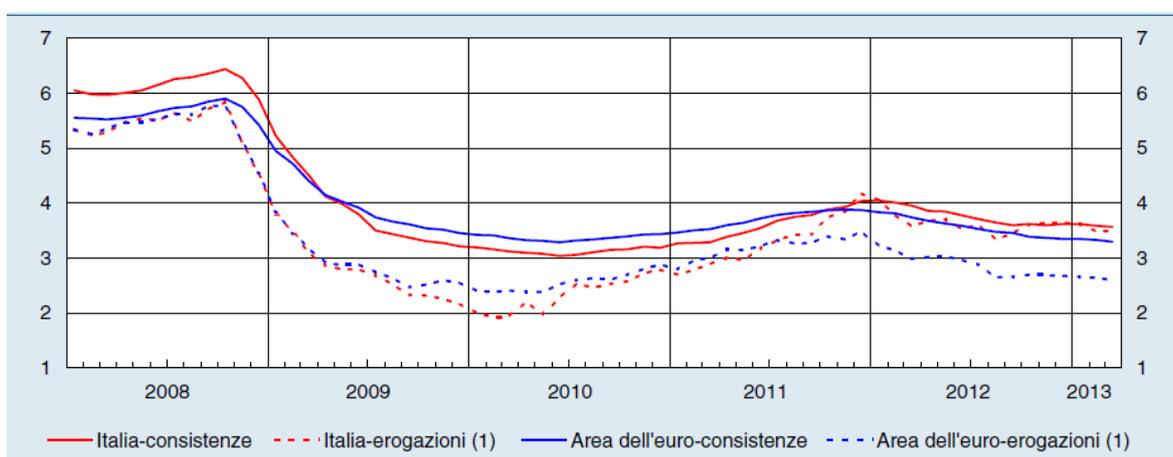
26 Il rischio di credito è il rischio che nell'ambito di un'operazione creditizia il debitore non assolva ai suoi obblighi di rimborso del capitale e/o al pagamento degli interessi al suo creditore.

27 Il rischio operativo è definito come il rischio di perdite dovute ad errori, infrazioni, interruzioni di attività e danni causati da processi interni, dal personale o da sistemi, oppure causato da eventi esterni. Il rischio operativo può essere imputato ai seguenti tipi di eventi: frodi interne; frodi esterne; contratto e sicurezza sul posto di lavoro; clienti, prodotti e pratiche commerciali; danni a beni materiali; avarie e guasti ai sistemi; esecuzione, consegna e gestione dei processi.

28 Il rischio di mercato, in finanza, è la probabilità di ottenere dalle operazioni di negoziazione in strumenti finanziari un rendimento diverso da quello atteso. In particolare rappresenta la perdita o il guadagno potenziale di una posizione o di un portafoglio di titoli, in un determinato orizzonte temporale, in seguito alle variazioni delle variabili di mercato. Si distinguono, pertanto, a seconda delle variabili considerate: Rischio di tasso d'Interesse, Rischio di Cambio, Rischio Azionario, Rischio di Commodity .

dalla crisi sovrana del 2011 la quale, unita a specifici fattori che hanno inciso sulle dinamiche di mercato in Italia (ad esempio: l'incertezza e l'instabilità della politica italiana, la crisi del sistema bancario di Cipro, le criticità sulla situazione della banca MPS, la riduzione delle stime degli utili bancari), ha incrementato sensibilmente il costo della raccolta per le banche italiane²⁹ e, di conseguenza, il costo del denaro dato a prestito a imprese e famiglie in Italia è aumentato rispetto alla media dell'Eurozona: le imprese pagano tra i 180 e 210 p.b. in più rispetto alle concorrenti tedesche e francesi (Tabella 6). Nel 2012 la stretta creditizia ha determinato una contrazione dell'8% della consistenza degli impieghi bancari. A soffrire di più sono state in particolare le imprese minori e le nuove iniziative imprenditoriali. Infatti nei primi tre trimestri del 2013 il saldo tra il numero delle imprese che hanno avviato l'attività e quello delle aziende che l'hanno cessata, pari a 7.700 unità, è stato di otto volte inferiore rispetto al triennio precedente la crisi.

Tabella 6 : Confronto costo del credito bancario Italia- Europa



Fonte: Banca d'Italia

L'inasprimento dei criteri di valutazione del merito creditizio determina quello che viene definito credit crunch: fenomeno caratterizzante i momenti di crisi durante i quali gli istituti finanziari vedono salire il rischio di insoluti,

²⁹ Secondo dati della Banca d'Italia si sono verificati incrementi dei premi per il rischio sui CDS relativi ai titoli di stato italiani, che rappresentano un'abbondante fetta degli attivi delle banche italiane; di conseguenza, i tassi attesi di insolvenza delle banche italiane stesse sono aumentati, infine i corsi azionari delle banche hanno subito un declino.

pertanto riducono il denaro disponibile al prestito oppure ne aumentano il costo per renderlo poco conveniente, portando conseguentemente ad un incremento del tasso di rifiuto del credito.

In Italia, dal 2012 la situazione si è discostata, con un maggior decremento, rispetto alla tendenza europea che porta ad una lenta ripresa dei finanziamenti concessi alle imprese nei paesi “core”³⁰ con conseguente riduzione dei tassi di rigetto degli stessi (Tabella 7).

Sul rallentamento dei prestiti in Italia³¹ hanno inciso fattori di difficoltà di raccolta fondi sui mercati all’ingrosso, di peggioramento delle attese circa l’evoluzione dell’attività economica e di normativa³² che richiede requisiti patrimoniali più stringenti a fronte delle attività bancarie. Infatti, anche sul lato delle attività sono aumentati, in seno alla situazione economica delle banche, i costi in termini di minor crescita a seguito delle innovazioni introdotte da Basilea III, che si aggiungono alle disposizioni di Basilea II, e dalle recenti direttive approvate dall’European Banking Authority, circa la valutazione del merito creditizio dei prenditori.

Basilea 3 e le recenti regole emanate dall’EBA sono molto incisive e pressanti specialmente in vista degli stress test dei quali la Banca d’Italia pubblica ogni anno i risultati condotti sui maggiori gruppi bancari italiani. Lo scopo di tali strumenti è quello di valutare la risposta delle istituzioni finanziarie a sviluppi negativi dei mercati e contribuiscono a una valutazione complessiva del rischio sistemico del sistema finanziario dell’Unione europea. Gli stress test sono condotti dall’Autorità Bancaria Europea (EBA) e dalle autorità di vigilanza nazionali degli Stati membri, in stretta collaborazione con il Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRB), la Banca Centrale Europea (BCE) e la Commissione Europea³³.

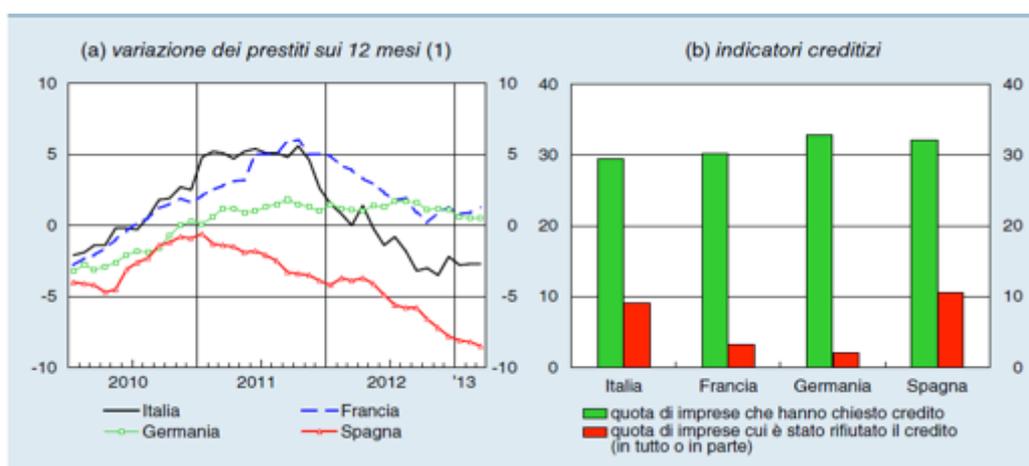
30 Paesi europei in crescita, con rating tripla A e bassi tassi di interesse (Germania, Olanda, Finlandia e Francia)

31 Cfr. indagine trimestrale sul credito bancario condotta dall’Eurosistema presso i maggiori gruppi bancari (Bank Lending Survey, BLS), dicembre 2013.

32 Dalla crisi finanziaria, i requisiti di capitale richiesti alle banche hanno subito un incremento considerevole col passaggio dalla normativa di Basilea II a Basilea III.

33 Definizione di Banca d’Italia di stress test.

Tabella 7: Variazione dei prestiti sui 12 mesi (a) Indicatori creditizi (b)



Fonte: Banca d'Italia

2.2.1 Basilea III

Con l'ultima crisi si è giunti alla terza formulazione di corpus di norme che prende il nome di Basilea III che ancora diverse banche nel mondo stanno cercando di implementare.

Le regole dell'Accordo di Basilea sono emanate per stabilizzare il mondo finanziario e imporre agli operatori corrette politiche di capitalizzazione, di gestione del rischio e di liquidità. Il loro rispetto è importante in quanto condizionano fortemente gli impieghi degli intermediari e di conseguenza influenzano l'economia reale e quindi aziende e cittadini. Infatti, come accaduto recentemente, una maggiore sicurezza degli istituti, con cuscinetti di capitale anti-crisi di livello più elevato che nel periodo in cui vigeva il regolamento precedente, si è di fatto tradotto in una contrazione del credito alle imprese e quindi in un freno all'economia. Se una banca ha vincoli eccessivi sui propri prestiti deve ridurre gli impieghi verso aziende e famiglie

per rispettarli, con il rischio che questo comporti una compressione delle forze vive dell'economia.³⁴

Le regole di Basilea III richiedono in capo alle banche garanzie su capitale e liquidità. In particolare sono imposte delle soglie minime di capitale alle banche per evitare che shock finanziari possano compromettere la fiducia dei depositanti verso tali istituzioni e riflettersi in un fenomeno di corse agli sportelli in modo sistemico. Il *common equity*³⁵, dunque, la componente di massima qualità del patrimonio di una banca, deve essere pari ad almeno il 4,5% degli attivi ponderati per il rischio (RWA), ossia dei prestiti effettuati per un coefficiente che cambia a seconda della loro rischiosità³⁶. Lo scopo della regola è quello di fare in modo che, se alcuni prestiti della banca cadono in sofferenza o non vengono restituiti, l'istituto abbia del capitale sufficiente sempre libero per far fronte alle perdite. A questa quota del 4,5% si aggiunge una quota del 2,5%, il cosiddetto cuscinetto di protezione (*capital conservation buffer*), che costituisce un'altra protezione e porta il *core tier1 ratio*³⁷ minimo al 7%. Un altro cuscinetto previsto dal nuovo schema (*countercyclical capital buffer*) potrà essere imposto alle banche per una loro maggiore patrimonializzazione nelle fasi economiche favorevoli e potrà raggiungere il 2,5% del capitale.

Oltre ai nuovi requisiti di capitale sono stati inseriti anche alcuni interventi operativi importanti.

In primo luogo, poiché la crisi finanziaria del 2007-2008 ha evidenziato come il tema della liquidità bancaria fosse stato un elemento di criticità, il nuovo quadro normativo prevede un *Liquidity Coverage Ratio* (LCR) capace di coprire la liquidità della banca per 30 giorni. In riferimento al lungo termine, invece, viene introdotto il *Net Stable Funding Ratio* (NSFR) che prevede che le

³⁴ E' da evidenziare che il caso contrario invece, caratterizzato da un'eccessiva leggerezza nella regolamentazione può portare all'autodistruzione di colossi finanziari come Lehman Brothers e alla crisi ancora in corso.

³⁵ Il common equity è costituito da azioni ordinarie e riserve.

³⁶ Un prestito a un'impresa è, infatti, in genere più rischioso di un prestito a uno Stato o a una famiglia.

³⁷ Secondo gli accordi di Basilea, il patrimonio delle banche può essere distinto in due classi (*tier*): una "classe principale" (*tier 1*) composta dal capitale azionario e riserve di bilancio provenienti da utili non distribuiti al netto delle imposte e una "classe supplementare" (*tier 2*) composta da elementi aggiuntivi. Dalla componente principale vanno poi dedotti alcuni elementi come l'avviamento.

banche mantengano un profilo di provvista stabile in relazione alla composizione del loro attivo e delle loro operazioni fuori bilancio. Una struttura di finanziamento sostenibile intende ridurre la probabilità che eventuali turbative nelle fonti di provvista regolarmente utilizzate da una banca erodano la posizione di liquidità di quest'ultima in modo da accrescere il suo rischio di fallimento e, potenzialmente, comportare più in generale tensioni sistemiche. Le ultime pronunce dello stesso Comitato di Basilea hanno però chiesto un'applicazione graduale dei due ratios, con scadenza nell'applicazione fino al 2019, con l'obiettivo di mitigarne gli effetti sull'economia reale.

In secondo luogo viene definito un indice per il contenimento della leva finanziaria, il *Leverage Ratio* ($Tier1^{38}/Adjusted\ assets^{39}$) che deve risultare inferiore al 3% .

Infine è stato introdotto il rischio di controparte nel computo dei requisiti patrimoniali proprio a causa dell'evoluzione e della diffusione dei nuovi strumenti finanziari come i derivati. Tale rischio è un caso particolare di rischio di credito, caratterizzato dal fatto che l'esposizione, a motivo della natura finanziaria del contratto stipulato fra le parti, risulta incerta e può variare nel tempo in funzione dell'andamento dei fattori di mercato sottostanti. Inoltre, a differenza del rischio di credito generato da un finanziamento, dove la probabilità di perdita è unilaterale, in quanto essa è in capo al soggetto erogante, il rischio di controparte, crea, di regola, un rischio di perdita di tipo bilaterale. Infatti, il valore di mercato della transazione può essere positivo o negativo per entrambe le controparti.

2.2.2 Nuove regole dell'EBA e stress test

La *European Banking Authority* o EBA è un organismo di vigilanza micro-prudenziale dell'Unione Europea, dotata di personalità giuridica, con sede a

38 Tier 1 = Equity + Reserves – Intangible assets.

39 Adjusted assets = Total assets – Intangible assets.

Londra.⁴⁰ L'Autorità è stata istituita dall'1 gennaio 2011 in risposta alla crisi, ha sostituito il *Committee of European Banking Supervisors* ed è costituita da tutte le Autorità di Vigilanza europee. Il suo obiettivo primario è quello di proteggere l'interesse pubblico, contribuendo alla stabilità ed efficacia del sistema finanziario a beneficio dell'economia dell'Unione Europea, dei suoi cittadini e delle sue imprese: in particolare, ha il compito di sorvegliare il mercato bancario europeo. Nell'ambito dell'attività di vigilanza sul mercato bancario europeo, l'EBA svolge principalmente i seguenti compiti:

- elabora proposte di norme di regolamentazione e di attuazione, per la definizione di standard tecnici comuni;
- garantisce l'interpretazione e l'applicazione uniforme della normativa comunitaria svolgendo indagini su specifiche questioni, adottando raccomandazioni nei confronti delle Autorità nazionali, e, quando necessario, assumendo decisioni con efficacia diretta nei confronti di singole istituzioni finanziarie dei Paesi membri dell'Unione Europea;
- in caso di emergenza, per instabilità del sistema finanziario europeo, svolge un ruolo di coordinamento delle Autorità nazionali e, qualora quest'ultime risultassero inattive, assume decisioni direttamente applicabili agli intermediari finanziari;
- in caso di divergenza tra le singole Autorità nazionali in relazione a situazioni transfrontaliere che richiedano cooperazione o decisioni congiunte, si occupa di risolvere i conflitti e in mancanza di accordo, impone specifiche misure per risolvere la questione e, infine, qualora le Autorità nazionali adeguano alle disposizioni, può adottare provvedimenti direttamente vincolanti nei confronti dei singoli intermediari finanziari.

Tra le direttive da recepirsi da parte delle singole Autorità Nazionali, figurano i c.d. stress test: esercizi utilizzati per valutare il fabbisogno di capitale delle maggiori banche europee e per capire se queste siano in grado di affrontare situazioni di forte sofferenza con le proprie risorse accantonate.

Il percorso compiuto da parte dell'EBA è stato complesso *in primis* per il

⁴⁰L'EBA è istituito con regolamento n. 1093/2010/UE.

fattore congiunturale: non è ideale richiedere alle banche di aumentare il capitale nei momenti di maggiore difficoltà. Infatti, i cuscinetti patrimoniali sarebbero dovuti essere costituiti in periodi favorevoli ed essere utilizzati proprio nelle fasi difficili, ma questo non è avvenuto. Inoltre, la governance bancaria europea è complessa e richiede il coinvolgimento, e spesso il consenso, di molti soggetti e istituzioni.

Per analizzare i principali risultati nel rafforzamento patrimoniale conseguiti con l'azione congiunta dell'Autorità Bancaria Europea e delle autorità di vigilanza nazionali è opportuno partire dagli stress test del 2011.

Lo stress test suddetto è stato seguito da una raccomandazione in cui l'EBA chiedeva alle istituzioni bancarie europee di raggiungere entro giugno 2012 un livello di *core tier 1 ratio* del 9%, dopo aver valutato prudentemente le proprie esposizioni al rischio sovrano⁴¹ (creando il c.d. *sovereign buffer*).

Le banche europee per passare i test hanno, per prima cosa, aumentato la propria dotazione patrimoniale di circa 50miliardi di euro nel periodo tra gennaio e aprile 2011. E' ragionevole affermare che almeno parte di questo ammontare sia strettamente collegato alla volontà di giungere preparati allo stress test europeo del 2011.

I test, in secondo luogo, hanno ridotto l'incertezza sulle esposizioni delle banche, attraverso la maggior trasparenza e la pubblicazione di dati particolari a livello di singola istituzione.

Tuttavia, il risultato più importante dello stress test 2011 va ricercato nella sua capacità di aver individuato e fatto accettare una definizione di capitale (*core tier 1*) che ha ristabilito la certezza sulla qualità del patrimonio delle banche.

I significativi progressi sul fronte dell'adeguatezza patrimoniale che si sono succeduti negli ultimi tre anni, hanno messo in luce però, la criticità sulla qualità degli attivi.

La valutazione della qualità degli attivi è uno snodo importante e deve essere coordinato a livello europeo. Per questo motivo, l'EBA il 21 ottobre 2013 ha

⁴¹ Il rischio sovrano o rischio paese è il rischio di insolvenza di operatori, pubblici e privati, legato all'area geografica di provenienza e indipendente dalla loro volontà.

emanato le nuove *Recommendations* sull' *Asset Quality Review*. In tali disposizioni è richiamato il concetto di esposizioni ristrutturata⁴²: "esposizioni per le quali, a causa del deterioramento delle condizioni economico-finanziarie del debitore, vengono modificate le originarie condizioni contrattuali (rischedulazione dei termini del contratto, riduzione del debito in termini di quota capitale e/o degli interessi) e si origina una perdita"; inoltre sono portate alla luce le problematiche per gli intermediari inerenti a tali situazioni e vengono così proposti due rilevanti provvedimenti in merito alla valutazione del merito creditizio dei prenditori. In primo luogo, la regola 155 introduce norme inflessibili sugli sconfinamenti dei fidi. Fino ad oggi un creditore era dichiarato in default per sconfinamenti oltre i 90 giorni qualora la somma da versare fosse stata oltre la cosiddetta "soglia di rilevanza", pari al 5% della linea di credito totale del cliente. Con l'introduzione della nuova norma però, qualsiasi ritardo nei pagamenti di durata superiore ai 90 giorni, anche se costituita da un solo euro, nel caso che si riferisca ad una linea di credito pari o superiore a 20% del totale di affidamento, costringerà la banca a dichiarare il cliente in default su tutte le linee di credito. Il secondo disposto, la regola 179, invece, impedisce all'ente bancario di intervenire a sostegno di un cliente in difficoltà più di una volta. In caso contrario, si dovrà classificare automaticamente il creditore come non-performing, dichiarando così il suo credito in default. Le due regole implicano in tal modo più onerosi accantonamenti a capitale e quindi un potenziale notevole aumento del credit crunch.

2.3 Criticità del finanziamento bancario alle PMI

Come abbiamo accennato nel primo capitolo, vige una stretta collaborazione e correlazione tra banche e imprese italiane e il rapporto si intensifica per le PMI.

La relazione simbiotica porta a due potenziali risultati simultanei: le PMI possono dare una spinta decisiva alla qualità degli *assets* bancari mentre,

⁴² Nella circolare 272, matrice dei conti - Cap2. "qualità del credito".

viceversa, agendo sul fronte del credito si può dare una spinta altrettanto decisiva all'economia reale, che in Italia poggia prevalentemente sulle PMI.

I punti di debolezza del rapporto tra banche italiane e PMI, oltre a quelli precedentemente illustrati che valgono per qualunque relazione banca-impresa degli ultimi tempi, considerando anche quelle di maggiori dimensioni, sono molteplici e hanno come comune denominatore la “miopia” del settore bancario nella gestione dei rapporti con le stesse.

Tra le debolezze del rapporto tra i due operatori è giusto sottolineare, in prima istanza, l'assenza di banche di riferimento nella relazione tra banca-impresa. Spesso, infatti, prevale la logica del “multi-affidamento”⁴³ e della non corretta e dettagliata pianificazione finanziaria; l'assenza di una o due banche di riferimento comporta, di per sé, l'impossibilità di ottenere una responsabilità congiunta nelle operazioni di ristrutturazione e rilancio aziendale. D'altra parte, le PMI dovrebbero pianificare il rapporto con le banche finanziatrici con la stessa attenzione che dedicano ai fornitori industriali strategici.

Un secondo aspetto negativo è generato dalla trasmissione di set-informativi poveri, e spesso senza nessun dettaglio in riferimento a strategie, prodotti, mercati o business plan. La poca trasparenza e opacità dei principali *decision makers* comporta ritardi molto pericolosi nella verifica delle politiche creditizie e del supporto ottenibile da parte delle banche, che spesso sospendono o addirittura interrompono le linee di credito a breve termine in caso di crisi aziendali. L'asimmetria informativa forte che si genera impedisce l'istaurarsi di un clima di fiducia reciproca che, al contrario, dovrebbe essere alla base della relazione banca-impresa. Le PMI, di conseguenza, dovrebbe conoscere il rating loro attribuito dalle banche e rendersi disponibili per

⁴³ Il multi-affidamento è la tecnica finanziaria con la quale un'impresa mantiene contemporaneamente più relazioni con differenti istituti di credito. Si tratta di una caratteristica peculiare del mercato bancario italiano, che risponde alle esigenze sia delle aziende sia delle banche; le prime possono evitare che le banche traggano vantaggio da una relazione esclusiva imponendo condizioni contrattuali per loro più vantaggiose; le seconde, in un contesto in cui la trasparenza informativa non è l'obiettivo prioritario, sono in grado di ripartire i rischi con altri istituti di credito, secondo una logica co-assicurativa.

confronti periodici e, in qualunque caso, durante la revisione annuale degli affidamenti.

Un terzo elemento di non poca rilevanza è rappresentato anche dalla modesta conoscenza da parte delle PMI delle forme tecniche, dei finanziamenti innovativi e degli strumenti del settore parabancario. La problematica può indirizzare le imprese verso scelte finanziarie non appropriate o dannose, come ad esempio la possibilità di implementare il *mismatching* di scadenze caratterizzato da investimenti di lungo periodo supportati da linee di credito bancarie di breve periodo. Infine, la finanza d'impresa nell'ambito delle PMI non fa distinzioni tra la finanza sul circolante, sugli investimenti, sull'*equity* e su quella di mercato.

Nel caso di crisi aziendali e di ritardi nella declamazione della crisi stessa per timore d'interventi restrittivi da parte delle banche finanziatrici, la percezione "ritardata" da parte degli istituti di credito porta spesso con sé anche revoche di fidi legati al capitale circolante netto nella fase necessaria per la realizzazione del piano di risanamento, con conseguente aggravio delle condizioni delle imprese che versano in stato di crisi. Per ovviare a ciò, le PMI dovrebbero sempre mantenere delle scorte di liquidità, effettuando la simulazione dei piani di cassa/tesoreria per almeno 12 mesi, e garantirsi sempre un buffer di finanza, a breve e a lungo termine, ai primi segnali d'insorgenza della crisi.

In sostanza, al giorno d'oggi, a causa della diffidenza degli intermediari bancari e della mancanza di cultura finanziaria delle PMI, quest'ultime sono spesso costrette in caso di fabbisogno finanziario a far apportare ai soci nuovo capitale di rischio, nel momento in cui la leva finanziaria abbia già raggiunto multipli insostenibili rispetto alla generazione di cassa e alle aspettative dei creditori.

2.4 Come ribilanciare la struttura finanziaria delle PMI operando in un sistema maggiormente orientato verso il mercato

Le imprese italiane da sempre soffrono di bassi tassi di patrimonializzazione e dipendono eccessivamente dal credito bancario per il reperimento di fonti di finanziamento, ne deriva perciò un modello di business in cui si evidenziano due rilevanti criticità.

La prima è rappresentata dal fatto che le imprese sono rese vulnerabili da fasi negative dei cicli economici e da crisi bancarie o shocks congiunturali che si ripercuotono necessariamente sulle politiche creditizie degli stessi intermediari. Difficoltà presenti nei bilanci bancari inficiano negativamente le condizioni di offerta del credito che hanno effetti amplificatori in imprese in recessione; ciò comporta una minor capacità di rimborsare a scadenza i finanziamenti richiesti e questo, a sua volta, comporta ulteriori tensioni negli attivi delle banche con *ratios* di *non performing loans* che si incrementano con un tasso di crescita annuo del 5%. All'aumentare dei rischi le banche adottano più prudenza nel valutare il merito creditizio delle controparti.

La seconda criticità invece è identificata dal fatto che tale modello limita la capacità del sistema finanziario di destinare risorse alle imprese dal potenziale più elevato, in particolare a quelle che si occupano di innovazione (R&S), alle start-up e alle imprese di piccole e medie dimensioni che hanno importanti opportunità di crescita anche in ambito internazionale.

Un'altra problematica che si è venuta a evidenziare in seno alla struttura patrimoniale delle imprese italiane, specialmente le PMI, riguarda le garanzie. Le imprese finanziate, per garantire la propria capacità di rimborso, sono solite sottoscrivere garanzie reali o personali le quali hanno il compito di limitare gli effetti negativi nei confronti dei creditori in caso di default. Pertanto, prestare tali forme di coperture comporterebbe una riduzione del rischio dotando l'azienda affidata di un rating migliore ma faciliterebbe anche il finanziamento, consentendo a loro volta alle banche di accantonare una quota di patrimonio più limitata.⁴⁴ L'elemento negativo, però, emerso dalle analisi dei bilanci delle aziende negli ultimi decenni, è rappresentato dal

⁴⁴ In base agli Accordi di Basilea II, alle banche infatti è data la possibilità di contenere l'assorbimento patrimoniale attraverso il ricorso a tecniche di mitigazione del rischio di credito, quali ad esempio l'acquisizione di garanzie accessorie, reali e/o personali; tra queste possono rientrare anche quelle prestate dai Confidi (Consorzi e/o Cooperative di garanzia collettiva dei fidi).

mutamento della struttura patrimoniale che le aziende hanno subito e che non è stato accompagnato da un'adeguata evoluzione delle fonti di finanziamento. A copertura del credito bancario, ancora oggi, vengono quasi esclusivamente richieste garanzie personali e reali su beni immobili aziendali. Le immobilizzazioni materiali nei bilanci delle imprese nel 1970 rappresentavano circa il 46% degli attivi, mentre nel 2010 solo il 26,2%; in contropartita sono aumentate le immobilizzazioni finanziarie passando dall'11,7% al 34,8%.⁴⁵ Le banche hanno così meno beni aziendali da chiedere a copertura di un'erogazione di credito e ciò ha ulteriormente incrementato la riduzione degli affidamenti.

La forte dipendenza delle imprese italiane al credito bancario, inoltre, ha comportato e comporta lo sbilanciamento di scadenze nei bilanci aziendali e l'aumento dell'indebitamento a breve termine rispetto alle attività a lungo termine detenute dalle imprese; elemento sia dovuto alle frequenti ristrutturazioni del debito a seguito di piani di risanamento aziendali sia a politiche più prudenti degli intermediari. In particolare, in Italia la parte dei finanziamenti oltre 5 anni copre una quota di circa il 47%, un valore inferiore alla media dell'Area Euro (57,5%).⁴⁶

Crisi finanziarie, bancarie, mutamenti e sbilanciamenti nella struttura patrimoniale e finanziaria delle imprese e tutte le altre debolezze derivanti dalla stretta interconnessione tra banche italiane e PMI hanno dato origine e incrementato una stretta creditizia che induce le imprese a ricercare fonti di finanziamento alternative e complementari al canale bancario, sia per la gestione ordinaria delle proprie attività, sia per investire in sviluppo e recupero della competitività a livello internazionale. Il fenomeno della disintermediazione bancaria diventa uno strumento fisiologico per fronteggiare il fabbisogno finanziario delle imprese.

Spesso alle imprese di minori dimensioni manca del tutto una struttura decentrata del governo societario e perciò dello sviluppo delle diverse funzioni aziendali. In particolare, il caso della funzione finanza, spesso

⁴⁵ Dati di Banca d'Italia

⁴⁶ "Osservatorio permanente sui rapporti banca-impresa"; Rapporto Trimestrale n° 34 – Andamenti congiunturali; April 2013

pressoché assente, si identifica con la sola gestione dei rapporti con i finanziatori, in particolar modo banche, quindi nell'attività amministrativa aziendale in senso lato. L'imprenditore preferisce focalizzarsi sull'aspetto tecnico, produttivo e commerciale, considerando la finanza d'azienda una funzione residuale. Gli imprenditori italiani devono rendersi conto come invece quest'ultima sia una funzione fondamentale e non accessoria per l'efficienza complessiva dell'impresa e, pertanto, ad essa vanno dedicati gli stessi sforzi e le stesse risorse impiegate per le funzioni primarie. Per tale fatto è necessario migliorare la trasparenza delle informazioni, presentando bilanci attendibili e non opachi e analizzare e ridurre le criticità inerenti alla gestione finanziaria dalle PMI.

Il rischio di default delle PMI è associato, in parte, alla scarsa diversificazione delle fonti di finanziamento per l'eccessiva propensione e dipendenza rispetto al canale bancario e in parte al ridotto livello di capitalizzazione per lo scarso ricorso al mercato del capitale di rischio.

Per risolvere le suddette criticità, pertanto, occorre diversificare le fonti di finanziamento mediante il ricorso all'emissione di obbligazioni e di strumenti finanziari partecipativi, ovvero strumenti misti che uniscano le caratteristiche delle azioni e delle obbligazioni. A loro volta, i proventi derivati da tali strumenti dovrebbero essere garantiti da vantaggi fiscali ed essere indirizzati all'aumento della patrimonializzazione, anche mediante l'intervento dei fondi *private equity* nelle partecipazioni azionarie delle imprese.

Durante il periodo della crisi economica le imprese italiane hanno accresciuto, seppur non in modo troppo rilevante, il ricorso al mercato obbligazionario.

Dal 2009 a oggi i collocamenti obbligazionari sono stati di ammontare cumulato annuo di circa 30 miliardi di euro in media, con punte di oltre 35 negli anni in cui si sono acuite le difficoltà di accesso al credito bancario; le emissioni sono state cospicue anche nel 2013 (29 miliardi in nove mesi).

Sebbene la raccolta obbligazionaria rimanga inferiore a quella che si registra in altri paesi avanzati, e i costi relativamente alti, una tale evoluzione segna

un netto progresso rispetto al periodo pre-crisi (nel 2005-07 le emissioni ammontarono a 19 miliardi in media all'anno). I collocamenti hanno consentito di ridurre la dipendenza delle imprese dal credito bancario: tra i 250 principali gruppi industriali italiani, gli 80 gruppi che dal 2009 hanno emesso obbligazioni hanno anche ridotto di un terzo l'indebitamento bancario, a fronte di un aumento del 12% per le altre aziende.

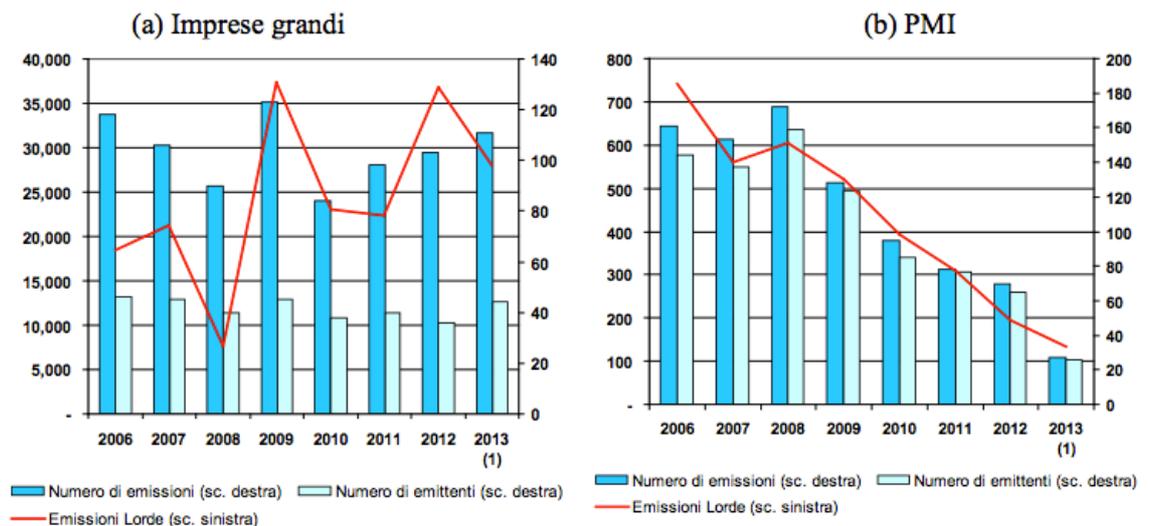
La positiva evoluzione delle emissioni complessive nasconde però andamenti difformi per le diverse categorie dimensionali delle imprese. All'aumento dei collocamenti per le grandi aziende non corrisponde un altrettanto incremento delle emissioni per le piccole e medie imprese.⁴⁷ Il drastico calo si è manifestato non soltanto negli importi ma anche nel numero delle imprese minori che si sono affacciate al mercato dei capitali di debito (Tabella 8).

Le emissioni di titoli da parte di società non quotate sono state stimolate dagli incentivi previsti dal Decreto Sviluppo del giugno del 2012, che ha introdotto i cosiddetti mini-bond oltre ad altri strumenti finanziari che si rivolgono al mercato di capitali.

Il divario esistente tra l'aumento delle emissioni obbligazionarie per le grandi imprese e il calo, in contropartita, rispetto a quelle delle imprese di dimensione più ridotta, riflette le difficoltà di quest'ultime nel collocamento dei prestiti di basso importo unitario (e quindi poco liquidi) e nel rivolgersi a grandi investitori, in particolare quelli esteri. Inoltre, la difficoltà di valutare appieno il merito di credito delle aziende minori, soprattutto nell'attuale fase recessiva, rappresenta un altro ostacolo al ricorso ai mercati.

Tabella 8: Le emissioni di obbligazioni per dimensione di impresa
(milioni di euro e unità)

⁴⁷ I dati riportati nel testo sono ottenuti integrando le informazioni pubbliche fornite da Dealogic Ltd. con quelle dell'Anagrafe Titoli gestita dalla Banca d'Italia. L'utilizzo di quest'ultima fonte informativa consente, rispetto ai dati pubblici, di includere le emissioni di importo contenuto.



Fonte: Banca d'Italia e Dealogic. Dati riferiti al periodo gennaio - settembre.

Questi fattori si traducono in collocamenti di titoli illiquidi e con rendimenti elevati⁴⁸, non convenienti rispetto ai crediti bancari, qualora gli intermediari fossero disposti a concederle.

Le problematiche relative all'accesso al mercato obbligazionario da parte delle PMI se da una parte comportano difficoltà ingenti, dall'altra offrono opportunità importanti a intermediari specializzati che sono in grado di valutare efficientemente il merito di credito delle aziende minori e di utilizzare strategie di investimento volte alla diversificazione dei rischi e orientate al medio-lungo termine.

Al fine di creare strumenti idonei, in termini di liquidità, all'investimento in obbligazioni o in prestiti di imprese non quotate, due sono le principali modalità pensate dagli intermediari, le quali saranno trattate nel capitolo 5 in modo specifico: i c.d. *credit funds*⁴⁹ nella forma del fondo chiuso e processi di cartolarizzazione.

I primi, sono quei fondi che erogano credito alle imprese trasformando scadenze, rischi e liquidità; possono consentire di convogliare con rapidità

⁴⁸ Il rendimento medio delle cinque emissioni di minore importo è pari a circa il 7,5 per cento. Si richiede un livello elevato di trasparenza, strutture semplici, un basso grado di leva finanziaria, una limitata trasformazione delle scadenze.

⁴⁹ I credit funds, poco diffusi in Europa, intermediano circa l'80% del credito alle imprese e alle famiglie negli Stati Uniti. Si tratta di intermediari la cui operatività rientra nello shadow banking system, di cui generalmente si temono i rischi sistemici prodotti al di fuori del perimetro della regolamentazione.

risorse verso gli emittenti e contribuire alla creazione di un mercato dall'elevato potenziale, mediante l'assunzione di dimensioni e liquidità adeguate, che potrebbe divenire appetibile anche per i grandi investitori istituzionali.

I processi di cartolarizzazione invece, permettono di combinare l'attività degli intermediari con quella dei mercati, sfruttando le possibili sinergie, consentendo di separare le funzioni tipiche dell'intermediazione bancaria – quelle di *screening* del debitore e di *origination* del prestito, e di *servicing* del debito che continuano a essere svolte dalla banca – dal finanziamento vero e proprio, che viene invece trasferito al mercato. I titoli derivanti dalle cartolarizzazioni rappresentano una replica sintetica di un portafoglio di obbligazioni. Pertanto tali processi consentono: alle imprese di raggiungere gli investitori istituzionali senza sopportare i costi connessi alla quotazione in borsa o all'emissione di obbligazioni; ai sottoscrittori di delegare la raccolta di informazioni alle banche, soggetti che sono in grado di svolgere in modo più efficiente tale mansione; infine un miglior coordinamento tra domanda e offerta che può emergere in mercati poco liquidi quando le imprese trovano difficoltà a emettere obbligazioni per poca domanda di tali titoli derivante dalla scarsità, a sua volta, di titoli sul mercato che rende difficile l'attività di diversificazione.

Tutti gli interventi relativi agli strumenti di finanziamento alternativi al canale bancario e alle modalità mediante le quali rendere più liquidi e diffusi gli stessi, sono oggetto rispettivamente dei due Decreti Sviluppo del 2012 e del Decreto Destinazione Italia del 2013, di cui parleremo in seguito.

Capitolo 3 : “Decreto Sviluppo” e “Destinazione Italia”: le nuove fonti di finanziamento

3.1 Obiettivi dei “Decreti crescita” del 2012 e del “Decreto Destinazione Italia” del 2013

Negli ultimi anni, sono stati istituiti dai governi che si sono succeduti in Italia dal 2012, il Governo Monti prima e Letta poi, degli interventi volti a fronteggiare la crisi economica in Italia. L'attenzione è stata focalizzata su una serie di strumenti finanziari utili alle imprese per attivare nuovi canali di approvvigionamento di risorse finanziarie che dovrebbero avere, come effetto, il ribilanciamento della struttura finanziaria delle imprese verso il mercato, affinché le aziende nazionali si possano avvicinare se non al modello anglosassone, quantomeno riallinearsi al modello aziendale europeo.

Gli interventi sopra citati sono stati il Decreto Sviluppo, approvato il 22 giugno 2012, successivamente modificato e integrato con il cosiddetto Decreto Sviluppo Bis nell'ottobre 2012 ed ulteriormente revisionato dal recente piano di crescita Destinazione Italia nel settembre 2013, trasformato in legge il 19 febbraio 2014. I decreti hanno, tra gli altri interventi, cercato di rispondere alle necessità di approvvigionamento finanziario delle PMI italiane, ovvero quelle organizzazioni che hanno sofferto e tuttora soffrono

maggiormente gli effetti della crisi in termini di incremento degli spread sul credito, allungamento dei tempi di concessione, richiesta di garanzie sempre più onerose.

Per superare i vincoli dell'offerta di credito da parte delle banche, è importante ampliare e diversificare le fonti di finanziamento delle imprese, nella consapevolezza che la transizione verso un sistema finanziario meno "banco-centrico" richiede tempi non brevi. Tra le misure più significative in questo senso rientrano i cosiddetti "mini-bond", introdotti dai due decreti "Sviluppo" del 2012.

Perché lo strumento possa esplicare tutte le sue potenzialità è necessario che si concretizzi l'interesse di investitori istituzionali e si sviluppino fondi di investimento specializzati. Vanno in questa direzione le misure del decreto "Destinazione Italia", che consentono la cartolarizzazione dei mini-bond e ne favoriscono l'acquisto da parte di investitori come le imprese di assicurazione, anche con la garanzia del Fondo centrale per le PMI. Si vanno così creando le premesse per un mercato attivo e liquido del nuovo strumento.

Le finalità principali dei due decreti "Sviluppo" sono: la liberalizzazione della finanza d'impresa per l'aumento della competizione nel settore finanziario e per la riduzione del costo del denaro; la riduzione della dipendenza verso il settore bancario e lo sbilanciamento delle scadenze tra attività e passività; la riduzione dei rischi per gli istituti bancari e l'aumento delle opportunità di finanziamento per le imprese; l'incremento dei volumi di capitali intermediati sui mercati italiani; il rafforzamento della patrimonializzazione delle imprese.

In sintesi gli interventi delle riforme disciplinano le emissioni di strumenti di debito a breve termine (cambiali finanziarie) e a medio-lungo termine (obbligazioni) e per agevolare le operazioni sono stati rimossi alcuni ostacoli quali: quelli all'accesso e alla sollecitazione al mercato dei capitali da parte di emittenti fino al quel momento esclusi, ovverosia le PMI; le disparità di trattamento fiscale presenti sui mercati italiani tra le emissioni di

obbligazioni da parte di società quotate e non; i limiti quantitativi all'emissione di obbligazioni.

Il decreto Destinazione Italia, invece, segna un ulteriore passaggio nel quadro della riforma della finanza d'impresa in modo tale da rendere gli strumenti innovativi più appetibili sui mercati nazionali e internazionali. Le disposizioni si propongono, infatti, di ampliare la diffusione degli strumenti di finanza d'impresa e di agevolare gli scambi tra gli operatori che sono ostacolati principalmente dalla scarsa liquidità dei titoli, causata dalle emissioni esigue sul mercato a livello di singole imprese.

3.1.1 Decreti Sviluppo del 2012

Una delle principali novità introdotte dal Decreto Sviluppo riguarda la disciplina prevista dall'articolo 2412 del codice civile in materia di limiti quantitativi all'emissione di obbligazioni da parte di società per azioni⁵⁰.

Nella previgente disciplina i limiti previsti dal primo e dal secondo comma dell'articolo 2412 del codice civile non trovavano applicazione in relazione all'emissione di obbligazioni effettuata da società con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati. Successivamente alle modifiche apportate dal Decreto Sviluppo, tale deroga è stata estesa alle emissioni obbligazionarie destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione e ai titoli obbligazionari che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni. Pertanto, alla luce della nuova disciplina, il limite quantitativo sopra descritto non trova applicazione né per le società con azioni quotate né per le società con azioni non quotate, a condizione che le obbligazioni emesse siano destinate alla quotazione in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali

⁵⁰ Ai sensi del primo comma dell'articolo 2412 del codice civile le società possono emettere obbligazioni per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Tuttavia, in base al secondo comma del medesimo articolo, il limite sopra indicato può essere superato ove le obbligazioni emesse in eccedenza rispetto a detto importo complessivo siano destinate ad investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali, fermo restando che, in caso di successiva circolazione delle obbligazioni, il soggetto che le trasferisce risponde della solvenza della società emittente nei confronti dei successivi acquirenti che non siano investitori professionali.

di negoziazione, oppure conferiscano il diritto di acquisire o di sottoscrivere azioni. Tale innovazione normativa ha pertanto permesso di eliminare una limitazione che per lungo tempo aveva ostacolato il ricorso al mercato dei capitali da parte di società con bassa capitalizzazione.

La normativa introdotta con il Decreto Sviluppo ha spostato il focus dalla quotazione delle azioni della società alla quotazione su un mercato regolamentato o in sistemi multilaterali di negoziazione delle obbligazioni stesse, a dimostrazione che i presidi informativi previsti da tali mercati e le direttive comunitarie applicabili dovrebbero garantire un minore rischio rispetto alle situazioni verificatesi in passato. A supporto di questo si sono infatti anche sviluppati mercati di negoziazione quali l'ExtraMOT Pro recentemente organizzato e gestito da Borsa Italiana (così come anche altri analoghi in altre piazze europee) e che specificamente sembrano rivolgersi a questo tipo di prodotto finanziario e di emittente.

Un'altra novità consiste nell'introduzione di una specifica disciplina relativa a due tipiche figure di obbligazioni: quelle subordinate, che si caratterizzano per il fatto che il credito del portatore del titolo è postergato rispetto agli altri creditori e quelle partecipative, in cui parte del corrispettivo permette al portatore del titolo di partecipare agli utili d'impresa. Lo stesso regime si applica per i "titoli simili" alle obbligazioni.

Il Decreto Sviluppo ha rimosso anche dei vincoli contenuti nella normativa fiscale previgente che confermavano il maggior favore del legislatore nell'indirizzare il risparmio e la raccolta dei capitali solo verso emittenti quotati, circostanza che aveva, di fatto, impedito alle società per azioni non quotate di emettere obbligazioni se non in casi eccezionali. Le modifiche riguardano sia la disciplina applicabile al sottoscrittore degli strumenti, ossia il percettore della relativa remunerazione sia quella applicabile all'emittente cioè all'erogante la remunerazione.

In questo contesto, la riforma ha equiparato, in sostanza, il regime fiscale applicabile alle obbligazioni emesse da società per azioni non quotate a quello, più favorevole, previsto per le banche e le società quotate (c.d. grandi

emittenti) a condizione che dette obbligazioni siano però quotate su un mercato regolamentato o su una piattaforma di negoziazione.

Per quanto concerne il regime fiscale dell'emittente in merito agli interessi passivi pagati sulle obbligazioni questi sono integralmente deducibili dal reddito d'impresa così come lo sono per i c.d. "grandi emittenti"⁵¹. Il beneficio è quindi da considerarsi la piena rilevanza degli oneri finanziari con l'abolizione dei limiti di deducibilità, fermo restando però che la deduzione degli interessi rimane comunque consentita, per ciascun esercizio, nei limiti del 30% del MOL (margine operativo lordo), risultato operativo della gestione caratteristica⁵².

Dal lato degli investitori, prima delle modifiche introdotte dal Decreto Sviluppo, queste obbligazioni erano escluse dal circuito di circolazione previsto dal decreto legislativo 239/1996, che prevede un'imposta sostitutiva in luogo del regime delle ritenute ex art. 26 del D.P.R. 600/73, con la conseguenza che gli interessi corrisposti su tali strumenti scontavano sempre una ritenuta a titolo d'imposta o di acconto senza beneficiare di alcuna esenzione per gli investitori esteri, che rappresentano la parte più significativa del mercato dei capitali. La novità introdotta è stata quella di equiparare il regime fiscale d'imposizione per gli investitori ampliando la portata del regime del decreto legislativo 239/96 anche a queste obbligazioni. La principale novità consiste nella esenzione da ritenute nei confronti degli investitori istituzionali italiani (che quindi non subiranno più alcuna ritenuta) nonché l'esenzione dalla ritenuta⁵³ del 20% sugli interessi e proventi corrisposti ad investitori esteri residenti in paesi che scambiano informazioni con il fisco italiano e che sono inclusi nella c.d. White-list⁵⁴.

51 E' stato eliminato il vincolo di deducibilità nei limiti della quota di interessi pari al tasso ufficiale di riferimento aumentato di un terzo, per i titoli non quotati, e fino al doppio per quelli quotati.

52 Ai sensi dell'articolo 96 del TUIR.

53 La ritenuta d'acconto è una trattenuta su un compenso assoggettato a tassazione corrisposto da un soggetto, denominato "sostituto d'imposta", nei confronti di un altro soggetto, detto "percipiente". È un concetto utilizzato in un numero limitato di paesi tra i quali, oltre all'Italia, la Spagna e il Portogallo. Di norma viene applicata dal sostituto d'imposta alle fatture di acquisto di servizi e di prestazioni di lavoro autonomo e dipendente. In rare eccezioni, come in Spagna per gli affitti a non residenti, si applica anche alle fatture di vendita.

54 Definiti e declinati dal DM 4.9.1996 in recepimento della direttiva comunitaria 94/55/CE.

L'intervento del legislatore ha suscitato un grande interesse dal mercato poiché ha eliminato notevoli vincoli fiscali per le piccole e medie imprese permettendo loro di considerare una forma alternativa di finanziamento diversa dal finanziamento bancario sul mercato domestico e ha reso i loro strumenti emessi sul mercato più appetibili per gli investitori esteri.

3.1.2 Destinazione Italia (decreto del 2013)

Il Decreto Destinazione Italia, con l'articolo 12, segna un importante passaggio normativo nel quadro della riforma della finanza d'impresa italiana.

Uno degli obiettivi che il legislatore si è prefissato è quello di ampliare la diffusione degli strumenti di finanza d'impresa introducendo specifiche misure di eliminazione di vincoli di natura fiscale.

Il primo è la rimodulazione in senso agevolativo della fiscalità indiretta sui finanziamenti garantiti (ipoteche, pegni su azioni, pegni su quote di Srl, pegni su inventario e su proprietà intellettuale), bancari e non. Tale provvedimento si prevede che avrà un rilevante impatto sulle emissioni degli strumenti di finanza innovativa, in particolar modo dei mini-bond, che con molta probabilità saranno emessi in forma "secured".

In secondo luogo, è prevista l'estensione della possibilità di costituire un privilegio speciale sui beni mobili destinati all'esercizio dell'attività di impresa, attualmente previsto solo per i crediti bancari, anche a garanzia dei titoli obbligazionari. In tale modo viene concesso alle imprese che intendono emettere bond di evitare il ricorso a forme di garanzie alternative, come le ipoteche bancarie.

Infine, come terzo intervento, vi è la disapplicazione della ritenuta d'acconto sui proventi corrisposti ai fondi obbligazionari chiusi detenuti da investitori qualificati, al fine di rendere fiscalmente neutro l'intervento dei fondi.

Un altro obiettivo che Destinazione Italia si è prefissato è quello di facilitare l'utilizzo dei nuovi strumenti, attraverso alcuni accorgimenti.

Innanzitutto il decreto ha provveduto a semplificare le procedure di cartolarizzazione (ad esempio eliminando l'obbligo di cessione in blocco dei crediti) e ad estendere l'applicazione della disciplina specifica anche alle operazioni aventi ad oggetto le obbligazioni ed i titoli similari. L'effetto atteso delle due novità è quello di creare nuovi veicoli di investimento operanti come sottoscrittori delle operazioni aventi ad oggetto i nuovi strumenti introdotti dal decreto sviluppo, rivitalizzando, di conseguenza, il mercato.

In secondo luogo le obbligazioni, i titoli cartolarizzati garantiti dalle stesse, e le quote dei fondi che investono prevalentemente in tale categoria di obbligazioni sono ammessi come attivi a copertura delle riserve tecniche delle imprese di assicurazione ed inoltre sono compatibili con le disposizioni in materia dei limiti di investimento per i fondi previdenziali. Questo fa accrescere la diffusione degli strumenti nei portafogli degli investitori istituzionali.

Infine vengono incluse tra le attività che possono costituire idonea garanzia delle obbligazioni collateralizzate emesse dalle banche (strumenti complementari ai "covered bonds") anche le obbligazioni societarie e dei creditori delle PMI.

3.2 Strumenti innovativi ad hoc: cambiali finanziarie, obbligazioni subordinate, obbligazioni partecipative e nuova disciplina normativa

Gli strumenti introdotti contribuiscono ad aprire un circuito di intermediazione diretto tra risparmio ed investimento ad investitori, sia nazionali ma soprattutto internazionali, in cerca di rendimenti elevati.

Il legislatore intende sfruttare meglio le opportunità che possono scaturire dall'universo delle 5-15 mila imprese facenti parte del tessuto imprenditoriale italiano, target potenziale delle operazioni.

Per le cambiali finanziarie e le obbligazioni, il Decreto Sviluppo modifica ed integra strumenti già istituiti in precedenza, consentendo alle società non quotate di beneficiare di vantaggi legali e fiscali analoghi a quelli delle società quotate. Le obbligazioni subordinate e partecipative, invece, sono state

introdotte dal Decreto Sviluppo, con lo scopo di finanziare anche le start-up, i turnaround tecnologici o in logica di restructuring e rilancio aziendale.

3.2.1 Cambiali finanziarie

Fino ad oggi le cambiali finanziarie sono state uno strumento a cui le imprese hanno fatto scarsamente ricorso a causa dei limiti di carattere civilistico e fiscale della precedente disciplina, che il Decreto ha provveduto a rimuovere con la finalità di ampliare le opportunità di ricorso al mercato del debito di breve termine. Per questo motivo è stato consentito anche alle società non quotate, di media e piccola dimensione, l'emissione di tale tipologia di titoli.

- Disciplina originaria

Le cambiali finanziarie sono una figura introdotta nel nostro ordinamento dalla legge del 13 gennaio 1994, n. 43. Sono equiparate a tutti gli effetti alle cambiali ordinarie⁵⁵.

La struttura è in particolare quella di un vaglia o pagherò cambiario e contiene perciò la promessa incondizionata di pagare una somma di denaro da parte dell'emittente. Non è ammessa invece una cambiale finanziaria che si presenti come cambiale tratta, ovvero con titolo contenente un ordine di pagamento rivolto verso terzi. Visto che lo scopo che lo strumento è chiamato ad assolvere è il finanziamento dell'impresa rivolto al pubblico, la normativa prevede comunque dei profili specifici rispetto ai classici vaglia e pagherò.

La cambiale finanziaria è un titolo di credito all'ordine, cioè uno strumento di debito che circola con il regime della girata.

Nella previsione originaria le cambiali finanziarie dovevano avere una scadenza non inferiore ad tre mesi e non superiore ai dodici mesi dalla data di emissione. Per la loro funzione d'uso, queste sono emesse in serie all'interno di un ammontare complessivo predeterminato (all'interno della stessa serie le cambiali finanziarie hanno un contenuto uniforme di taglio e

⁵⁵ La disciplina relativa alle cambiali ordinarie, contenuta nella legge cambiaria, deve intendersi integralmente applicabile alle cambiali finanziarie.

caratteristiche). La girata avviene solo con la clausola senza garanzia o equivalenti espressioni: il girante del titolo non è responsabile per l'inadempimento del debitore principale. Il titolo deve contenere tutte le indicazioni richieste dall'articolo 100 della legge cambiaria, la denominazione di "cambiale finanziaria" e l'indicazione dei proventi in qualsiasi forma pattuiti.

La legge n. 43/1994 precisa che per la natura dell'operazione di forma di raccolta del risparmio tra il pubblico, gli strumenti sono disciplinati anche dall'articolo 11 del TUB (Testo unico bancario) e dalla deliberazione CICR del 9 luglio 2005 sulla raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche. I limiti quantitativi quindi sono gli stessi che si determinano per le emissioni obbligazionarie. Per le SRL i limiti previsti sono quelli dettati dall'articolo 2483 del codice civile in merito ai titoli di debito.

Il taglio minimo degli strumenti di raccolta deve essere di 50 mila euro, ad esclusione di obbligazioni o strumenti destinati alla quotazione in mercati regolamentari emessi da società con azioni quotate su mercati regolamentari.

- *Disciplina aggiornata al decreto legge n. 83/2012*

La prima novità introdotta dal Decreto Sviluppo in merito alla disciplina sulle cambiali finanziarie è costituita dall'indicazione dei soggetti legittimati all'emissione dei titoli⁵⁶.

Tali strumenti possono essere emessi da società di capitali (Spa, Srl, Sapa), società cooperative e mutue assicuratrici. Ne consegue che soggetti che non sono abilitati a queste emissioni sono le imprese individuali, le società di persone e le altre forme associative di esercizio di impresa. E' fatto divieto inoltre di emettere cambiali finanziarie a microimprese e banche.

In conclusione i potenziali soggetti emittenti sono tassativamente società di capitali o cooperative, diverse da banche, che hanno insieme alle imprese ad esse associate o collegate più di 10 dipendenti oppure, nel caso di imprese con meno di 10 dipendenti, un fatturato superiore a 2 milioni di euro oppure un attivo di bilancio superiore al medesimo importo di 2 milioni di euro.

⁵⁶ Il testo originale della legge n. 43/94 non dava indicazione su tale argomento.

Seconda novità riguarda l'organo competente all'interno delle società per la delibera delle cambiali finanziarie. Se prima della riforma del diritto societario del 2003 ciò era prerogativa dell'assemblea, adesso diviene compito dell'organo amministrativo deliberare in merito a tali strumenti, uniformando la disciplina delle cambiali finanziarie a quella delle obbligazioni.

La scadenza delle cambiali finanziarie amplia i limiti temporali di emissione da un minimo di un mese ad un massimo di trentasei mesi, poiché quelli precedenti sono ritenuti troppo rigidi dal mercato. Vengono anche dettate norme in riferimento all'emissione e circolazione di cambiali finanziarie distinguendo tra quelle società che hanno titoli rappresentativi del capitale negoziati su mercati regolamentati o non regolamentati e società i cui titoli rappresentativi del capitale non sono negoziati su mercati. Per la prima categoria di soggetti non ci sono particolari condizioni da rispettare mentre per la seconda esistono specifici vincoli sia in sede di emissione che di circolazione.

Quindi le società che hanno titoli negoziati su mercati regolamentati e sistemi multilaterali di scambio o ancora sistemi di negoziazione internalizzati italiani o di uno Stato membro dell'Unione europea, non sono obbligate alla nomina di un soggetto sponsor e a procedere a revisione dell'ultimo bilancio approvato (ovviamente solo ai fini dell'emissione di cambiali finanziari). Infine i titoli emessi possono essere sottoscritti e girati anche da soggetti che non siano investitori professionali.

Nel caso invece di società che non hanno titoli negoziati su mercati l'articolo 1, comma 2-bis, della legge n. 43/94, stabilisce tre condizioni per l'emissione delle cambiali finanziarie: l'intervento di uno sponsor; il bilancio revisionato; la sottoscrizione di titoli da parte di investitori istituzionali.

- *Sponsor*

L'emissione e il collocamento delle cambiali finanziarie devono essere assistiti da uno sponsor: banche, imprese di investimento, SGR, società di gestione armonizzata con succursale costituita in Italia, SICAV e intermediari

finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del Testo Unico Bancario.

Nella fase iniziale, lo sponsor si occupa di classificare⁵⁷ l'emittente e le garanzie da quest'ultimo apportate distinguendo tra cinque categorie: ottima, buona, soddisfacente, scarsa, negativa. Dovrà anche fornire aggiornamenti almeno trimestrali sulla classificazione di rischio ed ogni qualvolta intervenga un elemento straordinario.

Inoltre, avendo il compito di supportare le imprese nella fase di emissione e di collocamento, lo sponsor dovrà provvedere alla sottoscrizione e mantenimento nel proprio portafoglio, fino alla naturale scadenza, di una quota dei titoli, facilitando la liquidità degli scambi sui titoli per tutta la durata degli stessi. In particolare, avrà l'obbligo di mantenere nel proprio portafoglio fino alla scadenza una quota dei titoli emessi nella seguente misura:

- a) una quota non inferiore al 5% del valore di emissione, per le emissioni di valore fino a 5 milioni di euro;
- b) in aggiunta alla quota precedente, un ulteriore 3% del valore di emissione eccedente i 5 milioni di euro, fino ad un valore di 10 milioni di euro;
- c) sempre in più rispetto alle precedenti quote, il 2% del valore di emissione eccedente i 10 milioni di euro.

Con questo provvedimento si provvede a facilitare altresì la liquidità degli scambi sui titoli per tutta la durata dell'emissione.

Non sussiste l'obbligo per lo sponsor di mantenere una quota in portafoglio nel caso in cui l'emissione sia assistita, in misura non inferiore al 25% del valore di emissione, da garanzie prestate da una banca o impresa di investimenti oppure da un consorzio di garanzia collettiva fidi (concessa a favore di società aderenti al consorzio stesso).

Lo sponsor deve infine segnalare se l'ammontare delle cambiali finanziarie dell'emittente che sono in circolazione, è superiore al totale dell'attivo

⁵⁷ Cfr. Comunicazione della Commissione Europea 2008/C 14/02 e successive modificazioni.

corrente⁵⁸ rilevato dall'ultimo bilancio approvato anche se il superamento di tale somma non costituisce vincolo all'emissione.

Possono invece rinunciare alla nomina dello sponsor le società che appartengono alla categoria di grandi imprese⁵⁹.

- *Bilancio revisionato*

Il secondo requisito necessario per le imprese suddette per emettere cambiali finanziarie è quello che l'ultimo bilancio dell'impresa emittente sia assoggettato a revisione legale.

Possono emettere questi strumenti società per azioni o società a responsabilità limitata che *ex lege* sono soggette ad organo di controllo o revisore e società a responsabilità limitata il cui ultimo bilancio sia stato revisionato da un revisore nominato in via facoltativa, qualora indicato in apposita clausola statutaria, o sia stato revisionato a seguito di un apposito incarico di revisione volontaria⁶⁰.

- *Soggetti sottoscrittori e giratari*

I titoli dovranno essere collocati esclusivamente presso investitori qualificati⁶¹ che non siano, direttamente o indirettamente, neanche per tramite di società fiduciaria o interposta persona, soci della medesima

58 Comprende l'importo delle attività iscritte a bilancio con scadenza entro l'anno successivo alla data di riferimento del bilancio. Nel caso in cui l'emittente sia tenuto alla redazione del bilancio consolidato allora si tiene conto dell'attivo corrente iscritto a bilancio consolidato.

59 Secondo i criteri previsti dalla raccomandazione 2003/361/CE del 6 maggio 2003 le grandi imprese sono quelle che hanno un numero di dipendenti superiore a 250 oppure nel caso in cui gli occupati siano inferiori a 250 le grandi imprese sono quelle che presentano un fatturato annuo non inferiore a 50 milioni di euro o un attivo di bilancio annuo superiore ai 43 milioni di euro.

60 Per quelle società per azioni e società a responsabilità limitata che hanno l'obbligo di nominare un organo di controllo oppure un revisore, ai sensi dell'articolo 2477, comma 2, del codice civile, non si presentano i problemi che invece sussistono per quelle società a responsabilità limitata non soggette *ex lege* ad organo di controllo o un revisore. Al fine di risolvere la difficoltà, la legge n. 43/1994 non richiede che le società siano soggette all'organo di revisione ma che l'ultimo bilancio sia stato revisionato quindi anche da un revisore istituito in via facoltativa dallo statuto (articolo 2477, comma primo, del codice civile).

61 Definiti dall'art. 100 del D.Lgs. 58/1998.

impresa emittente; inoltre tali titoli dovranno essere destinati alla circolazione esclusivamente tra tali investitori.

Per investitori istituzionali s'intende la nozione di "investitore qualificato" contenuta nel Testo Unico della Finanza⁶² senza però che siano esclusi dal novero quegli investitori non soggetti a vigilanza prudenziale. La ratio è che siano comunque soggetti dotati di professionalità ed esperienza tali da valutare autonomamente il rischio dell'investimento.

Possono quindi sottoscrivere cambiali finanziarie i soggetti che sono stati autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, italiani o esteri, quali: banche; imprese di investimento; altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati; imprese di assicurazione; organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali fondi; negoziatori per conto proprio di merci o derivati su merci; soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscano direttamente al servizio di liquidazione nonché al sistema di compensazione e garanzia; altri investitori istituzionali; agenti di cambio. Infine rientrano tra gli investitori professionali: le società che hanno come attività principale l'investimento in strumenti finanziari e la categoria delle imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singole società, almeno due dei seguenti requisiti: totale di bilancio di almeno 20 milioni di euro; fatturato netto di 40 milioni di euro; fondi propri di 2 milioni di euro.

- *Dematerializzazione*

Lo sviluppo, anche internazionale, dei mercati finanziari ha reso le tecniche di circolazione dei titoli, e in particolare la loro materialità, un possibile ostacolo alla efficiente diffusione degli stessi. Il nostro ordinamento ha consentito la dematerializzazione degli strumenti finanziari, ovvero un sistema in cui i diritti che i titoli incorporano non vengono più ad essere rappresentati da documenti cartacei ma da scritture contabili tenute presso intermediari autorizzati. Anche per le cambiali finanziarie è previsto tale

⁶² Gli investitori qualificati sono definiti ai sensi dell'articolo 100, comma 1, lett. a), del TUF.

regime di circolazione⁶³: è da specificare, tuttavia, che sono destinate a regime di dematerializzazione obbligatoria le cambiali finanziarie destinate ad essere negoziate su mercati italiani mentre per quelle negoziate su mercati esteri può essere prevista anche la documentazione cartacea⁶⁴.

Per il procedimento di immissione l'emittente deve avvalersi esclusivamente di una società autorizzata alla prestazione del servizio di gestione accentrata di strumenti finanziari, alla quale dovrà inviare la promessa di pagamento incondizionata a scadenza verso i sottoscrittori degli strumenti dalla stessa impresa emessi.

3.2.2 Obbligazioni

L'articolo 32 del Decreto Sviluppo, modificando l'art. 2412 del codice civile, introduce la possibilità per le società non quotate di emettere obbligazioni, i cosiddetti mini-bond, beneficiando dello stesso regime legale e fiscale previsto per le società quotate. Tali vantaggi possono variare in funzione del fatto che gli strumenti obbligazionari siano quotati sui mercati regolamentati e in sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) oppure non siano quotati.

Nel dettaglio, il Decreto Sviluppo, come precedentemente detto, elimina i limiti legali che impedivano alle società non quotate di emettere obbligazioni per un ammontare superiore al doppio del patrimonio netto, allinea il trattamento fiscale per emittenti quotati e non quotati che emettono obbligazioni (deducibilità degli interessi passivi ed esenzione della ritenuta d'acconto in presenza di investitori esteri white list), agevola anche per gli emittenti di minori dimensioni l'accesso ai più importanti mercati internazionali dei capitali a condizioni non discriminatorie rispetto alle società maggiori, allargando quindi i confini geografici entro i quali cercare le fonti di finanziamento.

⁶³ Il D.L. 83/2012 ha inserito nella legge n.43/1994 un nuovo articolo 1-bis per la gestione e l'emissione delle cambiali finanziarie in forma dematerializzata.

⁶⁴ Ai sensi dell'articolo 83-bis, comma 1, del TUF.

La nuova norma ha come destinatari le società italiane non quotate, anche di piccola e media dimensione, con esclusione delle banche e delle micro-imprese. Le società non quotate possono ricorrere all'emissione di obbligazioni per finanziare progetti di sviluppo a lungo termine.

I destinatari di obbligazioni emesse da società non quotate sono gli investitori istituzionali nazionali ed internazionali. Sono invece esclusi gli investitori privati per i quali i livelli di rischio sarebbero non sostenibili.

-Tra la riforma del 2003 e il decreto crescita

L'assetto normativo era profondamente mutato anche a seguito della riforma Vietti del 2003 che aveva come scopo l'ampliamento della struttura finanziaria delle società per azioni rendendo più flessibile l'utilizzo degli strumenti finanziari. La competenza all'emissione delle obbligazioni convertibili, che prima spettava all'assemblea, diventa ora dell'organo amministrativo (salva diversa disposizione della legge o dello statuto). Il limite generale quantitativo, prima costituito dal solo capitale sociale versato ed esistente, viene fissato nel doppio della somma del capitale sociale, riserva legale e riserve disponibili, in più vengono ampliate le situazione in cui può essere superato. Infine, è prevista la possibilità di emettere obbligazioni subordinate e ad interessi indicizzati.

Con il decreto crescita (D.L. n. 83/2012), invece il legislatore ha inteso eliminare completamente il limite quantitativo di emissione per le obbligazioni destinate ad essere quotate e convertibili (c.d. mini-bond) e dettare una specifica disciplina per le obbligazioni e i titoli similari subordinati e per le obbligazioni e i titoli similari partecipativi, emessi da società non quotate.

L'ordinamento societario già consentiva l'emissione dei prestiti obbligazionari subordinati e/o partecipativi ai sensi dell'articolo 2411. Rispetto alla riforma del 2003 caratterizzata da un'ampia autonomia statutaria il nuovo decreto detta standard precisi per le suddette figure. Inoltre si specifica che in tema di obbligazioni subordinate e partecipative, le nuove norme riguardano espressamente società che non abbiano azioni o

altri strumenti rappresentativi del capitale quotati su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di scambio. Per le altre si possono continuare ad emettere tali tipologie di strumenti secondo i principi generali dell'articolo 2411 del codice civile.

- *Deroga ai limiti quantitativi dell'emissione di obbligazioni destinate alla quotazione o convertibili*

La ratio alla base dei limiti quantitativi dettati dall'articolo 2412 del codice civile è quella di un giusto bilanciamento tra fonti di capitale proprio e di debito rappresentato da obbligazioni. Per lo stesso motivo lo stesso codice inserisce una serie di deroghe al limite generale, ovvero fattispecie in cui i limiti quantitativi possono essere superati. Una delle deroghe prevede che il superamento dei suddetti limiti possa avvenire qualora le emittenti siano società quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate sugli stessi o in altri mercati regolamentati.

Il decreto legge n. 83/2012 ha ampliato tale fattispecie prevedendo che non sono soggette a limite quantitativo le emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione nonché le emissioni di obbligazioni che danno il diritto di acquisire o sottoscrivere azioni.

Dalle innovazioni quindi viene meno la preventiva quotazione delle società emittenti. Quindi è data la possibilità anche a società non quotate di poter accedere a tali strumenti purché siano poi destinati ad essere quotati sul mercato. Viene ampliato il sistema di negoziazione che si riferisce non soltanto a mercati gestiti da società di gestione (mercati regolamentati) ma anche a tutti quei sistemi in cui gli scambi vengono gestiti invece autonomamente tra acquirente e venditore (sistemi multilaterali di negoziazione).

La seconda deroga invece riguarda le obbligazioni che danno il diritto di acquisire o sottoscrivere azioni e, considerando il contesto, sono identificate le obbligazioni convertibili dirette.

- *Le obbligazioni e i "titoli simili" con clausola di subordinazione*

La clausola di subordinazione può avere contenuto diverso grazie all'ampiezza ed elasticità della formula normativa utilizzata. Il vincolo di subordinazione può alternativamente essere riferito al rimborso del capitale e/o degli interessi o anche ad una quota di essi. Inoltre la subordinazione può riguardare le diverse categorie di finanziatori: tutti gli altri; una classe di creditori; uno o più creditori specificatamente indicati. Inoltre l'efficacia della clausola può essere condizionata al verificarsi di eventi futuri (esempio società in liquidazione) o al superamento di parametri oggettivi.

L'unico limite ascrivibile alla clausola è quello di non giungere a modificare la natura di credito insita nel prestito obbligazionario erogato. Di conseguenza la stessa non può prevedere che il vincolo di subordinazione arrivi a prevedere una postergazione del pagamento del credito rispetto ai soci oppure il rimborso del capitale obbligazionario contemporaneamente a quello azionario.

Anche in questo caso è necessario distinguere tra società che emettono titoli rappresentativi del capitale su mercati e quelle che non lo fanno, diverse da banche e microimprese.

Per le prime gli strumenti in esame sono disciplinati secondo i principi generali degli articoli 2410 e seguenti del codice civile. Per le seconde invece sono le nuove integrazioni del "decreto crescita" che disciplinano tali operazioni. I dubbi che possono sorgere sono in merito ai "titoli simili" con i quali il legislatore è presumibile che intenda tutti quegli strumenti diversi da obbligazioni che possono essere emessi dalle società, nell'ambito dei vincoli generali previsti dal sistema, e presentino caratteristiche analoghe alle obbligazioni. Tali caratteristiche sono le seguenti: contenuto del titolo ovvero un diritto alla restituzione del capitale conferito; elementi strutturali del titolo ovvero il rappresentare un'operazione complessiva di prestito ed essere titoli di masse ed emessi in serie.

Le clausole di subordinazione possono essere apposte anche a tutti questi titoli simili con la limitazione di non postergazione rispetto ai soci e che nella suddetta clausola siano specificati i termini della subordinazione.

Le obbligazioni e i titoli simili con clausola di subordinazione devono avere una scadenza uguale o superiore ai trentasei mesi.

Infine il decreto afferma che i limiti quantitativi all'emissione di obbligazioni subordinate sono gli stessi previsti per le obbligazioni ai sensi dell'articolo 2412 del codice civile.

- *Obbligazioni e "titoli simili" con clausola partecipativa*

Il decreto crescita ha dettato una specifica disciplina anche per le obbligazioni ed i "titoli simili" che prevedono clausole partecipative, ossia che collegano il corrispettivo ai risultati d'impresa.

Già la disciplina civilistica contempla la possibilità per le imprese di emettere obbligazioni i cui tempi ed entità del pagamento degli interessi possano variare al variare di parametri oggettivi anche relativamente agli andamenti economici della società. Ai sensi dell'articolo 2411 del codice civile i parametri di indicizzazione devono essere oggettivi; si vanno ad escludere possibilità di scelta discrezionale dei soggetti interessati alla corresponsione di una maggiore o minore remunerazione in termini di interessi passivi per le emittenti.

I parametri possono avere ad oggetto tanto i tempi di pagamento che l'entità degli interessi. Gli stessi possono essere interni, ovvero legati ad indici propri della società, o esterni, cioè i cui rendimenti sono parametrati ad indici oggettivi dell'ambiente esterno alla società emittente. Tra gli indici interni ricordiamo quelli reddituali⁶⁵, patrimoniali e finanziari⁶⁶ e del capitale circolante⁶⁷. Tra quegli esterni invece abbiamo quelli collegati a particolari prodotti finanziari come azioni o panieri di azioni.

La dottrina, prima della riforma del 2003, si era occupata delle c.d. "obbligazioni partecipanti" in cui all'obbligazionista è attribuito, in aggiunta ad un interesse minimo fisso garantito, un interesse variabile riferito ai

65 Come: ROE, ROI, ROA.

66 Come: indice di indebitamento (Debt/Equity); indice di indipendenza finanziaria (Equity/ totale investimenti); indice di copertura del capitale permanente ((Equity+Debt mlt)/Immobilizzazioni); indice di consolidamento (Debt mlt/Debt bt).

67 Come: indice di disponibilità (Attività correnti/ Debiti correnti); indice di liquidità (Disponibilità immediate e differite/Debiti correnti)

risultati dell'impresa. Le soluzioni che erano state adottate dalla pratica hanno avuto due indirizzi⁶⁸: la prima è quella per cui "l'obbligazionista non concorre con gli azionisti alla distribuzione degli utili: questi ultimi vengono considerati mero parametro per il calcolo degli interessi". La seconda è invece quella per cui "l'obbligazione concorre con gli azionisti alla distribuzione dell'utile stesso; trattandosi perciò di una partecipazione in senso tecnico".

Il decreto crescita interviene proprio in riferimento a tali esperienze e inserisce regole speciali in riferimento alla partecipazione agli utili dell'impresa.

Il suo ambito di applicazione riguarda obbligazioni e "titoli similari" con scadenza uguale o superiore ai trentasei mesi da società che non emettono strumenti rappresentativi del capitale quotati sui mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione, diverse da banche e microimprese.

La remunerazione prevista al portatore del titolo è composta da una parte fissa e una variabile. La prima è riconosciuta in relazione ad un tasso di interesse, indicato nella clausola che non può essere inferiore al Tasso Ufficiale di Riferimento⁶⁹ *pro tempore* vigente al momento di emissione del titolo. La parte variabile del corrispettivo è commisurata al risultato economico dell'esercizio della società emittente nella percentuale indicata con l'atto di emissione; in particolare deve essere "proporzionale al rapporto tra il valore nominale delle obbligazioni partecipative e la somma del capitale sociale, aumentato dalla riserva legale e delle riserve disponibili, risultanti dall'ultimo bilancio approvato, e del medesimo valore delle predette obbligazioni"⁷⁰. Per quanto detto, un aumento della patrimonializzazione della società si traduce nel percepimento di una minor somma e viceversa in modo da compensare l'aumento del rischio finanziario. Tale parte variabile inoltre deve essere versata al sottoscrittore dei titoli entro trenta giorni

68 A. Mignoli, "Le partecipazioni agli utili nelle società di capitali", Milano, 1966.

69 Il Tasso Ufficiale di Riferimento è determinato dalla Banca Centrale Europea ed è il tasso col quale la stessa concede prestiti alle altre banche.

70 Ai sensi dell'articolo 32, comma 21, decreto legge n.83/2012.

dall'approvazione del bilancio e non può essere cambiata o ricontrattualizzata.

Il decreto precisa inoltre che la variabilità dell'investimento riguarda solo la sua remunerazione e non il rimborso del capitale dato a prestito. Perciò la presenza di tali clausole, per questo tipo di titoli, non impedisce la riconduzione delle "obbligazioni partecipative" alla categoria delle obbligazioni e dei "titoli similari" alla categoria dei titoli di debito.

Il legislatore si preoccupa anche di precisare che il calcolo della parte variabile dipende da regole oggettive e non possono discendere completamente dalle deliberazioni assunte nell'esercizio, questo per evitare che i parametri adottati per la remunerazione possano essere influenzati da scelte discrezionali di soggetti interessati ad attribuire una maggiore o minore remunerazione. Un esempio emblematico è dato dalla distinzione dell'utile netto d'esercizio dagli utili distribuiti, il primo relativo alla reale capacità dell'impresa di generare reddito e i secondi, invece scelti e deliberati dall'assemblea.

Infine la parte variabile della remunerazione non soggiace alla legge antiusura⁷¹; così qualora con la parte variabile del corrispettivo si superi la soglia oltre la quale si configura il reato di usura, la norma penale non si ritiene violata. La ratio della norma è quella di voler favorire la diffusione dello strumento, anche con remunerazioni più alte rispetto a quelle di mercato.

Infine una considerazione in conclusione è d'obbligo: poiché il decreto legge n. 83/2012 amplia la disciplina civilistica in merito all'emissione di obbligazioni partecipative, le società non quotate, diverse da banche e microimprese, possono emettere tali strumenti sia in base alle previsioni del codice civile, sia per quanto indicato dal decreto.

-Project Bond

I project bond sono emissioni obbligazionarie finalizzate alla realizzazione di un progetto e soprattutto il rimborso dei project bond dipende dai flussi

⁷¹ Legge n. 108 dello 07/03/1996.

finanziari che il progetto è in grado di assicurare. Si tratta di uno strumento particolarmente adatto a coinvolgere capitali privati nel finanziamento di opere infrastrutturali, soprattutto in una fase storica in cui le tradizionali fonti di finanziamento (i bilanci statali e il credito bancario) non sono in grado di assicurare le risorse necessarie.

Il meccanismo è simile a quello delle obbligazioni tradizionali, con delle differenze significative in termini di finalità e vantaggi fiscali. I project bond sono a tutti gli effetti dei titoli di debito con scadenza di medio-lungo periodo, volti ad attrarre capitali privati per finanziare progetti specifici. Sono utilizzati in Europa prevalentemente per promuovere lo sviluppo delle opere di interesse e di utilità nazionale. In Italia possono essere emessi soltanto da società coinvolte nella realizzazione di infrastrutture stradali, reti di telecomunicazione, reti elettriche e di trasporto del gas e altri servizi di rilevanza pubblica. A livello internazionale esistono due tipi principali di project bond: i titoli *greenfield*, la cui raccolta va a finanziare la realizzazione di opere in fase di realizzazione, e i *brownfield*, destinati invece a rifinanziare il debito di opere già in esercizio, esclusi per ora dalla legislazione italiana.

Le novità introdotte con la legge di conversione n. 134 in merito ai project bond sono poche ma di grande rilevanza.

La prima indicazione del legislatore riguarda la remunerazione dei sottoscrittori in quanto gli interessi sulle obbligazioni di progetto sono soggetti allo stesso regime previsto per i titoli del debito pubblico.

La seconda novità riguarda invece le garanzie su tali strumenti e il regime fiscale al quale sono sottoposte. Sono soggette ad imposta in misura fissa tutte quelle garanzie di qualunque tipo, da chiunque ed in qualsiasi momento prestate nonché le relative eventuali surroghe, postergazioni, frazionamenti e cancellazioni ivi comprese le cessioni di credito stipulate in relazione a tali emissioni.

Le due disposizioni introdotte si applicano solo per le obbligazioni emesse nei tre anni successivi alla data di entrata in vigore del decreto.

Inoltre, è ammessa l'emissione di obbligazioni anche ai fini del rifinanziamento del debito precedentemente contratto per la realizzazione del progetto.

Questi strumenti presentano quindi diversi vantaggi, sia per gli emittenti sia per i sottoscrittori. Ai primi permettono di ottenere liquidità per avviare progetti altrimenti bloccati o rallentati per l'assenza di fondi, anche quando non sono possibili altre strade quali l'emissione di azioni e il ricorso alla leva finanziaria tradizionale.

Per i sottoscrittori c'è il vantaggio di una tassazione agevolata sulle rendite finanziarie, ferma al 12,5% (come i titoli di Stato pubblici, e ben inferiore al 26% di azioni e obbligazioni tradizionali). I titoli, inoltre, possono essere garantiti dalla Cassa Depositi e Prestiti⁷² e dalla SACE⁷³, così che la sicurezza degli investimenti sia assicurata.

3.2.3 Aspetti fiscali

Come prima accennato, uno dei punti principali su cui il legislatore è intervenuto in tema dei nuovi strumenti finanziari è rappresentato dalla semplificazione e razionalizzazione del relativo regime fiscale, in modo tale da riallineare la tassazione sulle imprese in Italia sia tra le grandi imprese e le PMI sia tra le imprese nazionali e quelle appartenenti ai paesi dell' Eurozona.

⁷² Cassa depositi e prestiti (CDP) è una società per azioni a controllo pubblico: il Ministero dell'Economia e delle Finanze detiene l'80,1% del capitale, il 18,4% è posseduto da un nutrito gruppo di Fondazioni di origine bancaria, il restante 1,5% in azioni proprie.

CDP gestisce una parte consistente del risparmio nazionale, il risparmio postale (buoni fruttiferi e libretti), che rappresenta la sua principale fonte di raccolta. Dal lato degli impieghi, invece investe le sue risorse secondo la sua missione istituzionale a sostegno della crescita del Paese con: investimenti della Pubblica Amministrazione; sviluppo delle infrastrutture; sostegno all'economia e al sistema imprenditoriale nazionale.

CDP è azionista di riferimento del Fondo Strategico Italiano (FSI) che opera acquisendo quote d'imprese di "rilevante interesse nazionale", in equilibrio economico-finanziario e con prospettive significative di redditività e di sviluppo inoltre è principale azionista di ENI Spa, TERNA Spa e SNAM Spa. Possiede il 100% di SACE Spa, il 76% di SIMEST spa, il 100% di FINTECNA Spa.

⁷³ Il gruppo SACE si occupa di offrire servizi di export credit, assicurazione del credito, protezione degli investimenti all'estero, garanzie finanziarie, cauzioni e factoring inoltre sostiene la competitività delle imprese in Italia e all'estero, garantendo flussi di cassa più stabili e trasformando i rischi di insolvenza delle imprese in opportunità di sviluppo.

L'articolo 32 del d.l. 83 del 2012 è stato modificato prima dal d.l. 179 del 2012 e integrato poi dal d.l. Destinazione Italia.

Le novità apportate alla disciplina fanno riferimento ad obbligazioni e cambiali finanziarie emesse da società non finanziarie non quotate diverse da banche e da microimprese e riguardano il trattamento fiscale di sottoscrittori ed emittenti.

Per la precisione, le novità tributarie per il sottoscrittore trovano applicazione per gli strumenti considerati in analisi emessi dall'entrata in vigore del primo decreto cioè dal 26 giugno 2012; quelle relative agli emittenti invece, si applicano a partire dall'entrata in vigore del secondo decreto, il 20 ottobre 2012.

- *Novità per il sottoscrittore*

L'aspetto di maggior impatto per la categoria dei sottoscrittori è la possibilità di avvalersi del regime impositivo del decreto legislativo n. 239 del 1996 per i titoli emessi dalle banche e dalle società quotate, cioè i grandi emittenti.

Il disposto prevede che gli interessi passivi relativi alle obbligazioni emesse e alle cambiali finanziarie non subiscono la ritenuta del 20%⁷⁴ ma sono soggetti alle stesse regole che valgono per i grandi emittenti. Se il soggetto detentore dei diritti è un nettista, ovvero persona fisica o ente o società non commerciale, a questo sarà applicata un'imposta sostitutiva con aliquota del 26%; se il percipiente è invece un lordista, cioè una società o ente commerciale, residente in Italia o in un paese della *White-list*, l'erogazione dei proventi avviene senza alcun prelievo fiscale alla fonte ma gli interessi attivi percepiti concorreranno alla produzione del suo reddito e saranno tassati insieme allo stesso.

Il provvedimento rappresenta un'agevolazione non irrilevante poiché comporta una semplificazione degli adempimenti a carico di emittente e sottoscrittore ed elimina anche alcuni ostacoli e oneri connessi all'afflusso di capitali stranieri.

⁷⁴ La ritenuta d'acconto del 20% era prevista per le emissioni di titoli da parte dei soggetti non classificati nella categoria dei grandi emittenti, dall'articolo 26, comma 1, d.p.r. n.600 del 1973.

Una condizione necessaria per l'applicabilità è però l'obbligo di negoziazione di detti titoli in mercati regolamentati degli Stati membri dell'UE o di uno degli Stati membri dello Spazio Economico Europeo (SEE)⁷⁵, a condizione che sia compreso nella *White-list*. Sono considerate anche quotate quelle obbligazioni e cambiali finanziarie negoziate in uno dei sistemi multilaterali di negoziazione attivi in uno degli Stati considerati. Infatti una delle novità della riforma è costituita dall'equiparazione dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione (per gli stessi strumenti non negoziati su i detti mercati o sistemi ad essi equiparati, vale ancora la ritenuta d'acconto del 26%).

- *Particolare tipologia di sottoscrittori: Fondi e SPV*

Il decreto Destinazione Italia, si è occupato principalmente della diffusione e semplificazione degli strumenti di finanza alternativa individuati e modificati dal Decreto Sviluppo del 2012.

Nel testo normativo, viene presa in esame una particolare categoria di investitori, gli OICVM, cioè gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari. Questi investitori sono rappresentati dai fondi comuni di investimento mobiliare (aperti e chiusi, italiani ed esteri) e dalle società di investimento a capitale variabile (Sicav).

Prima del regime introdotto dal decreto Destinazione Italia non era prevista l'applicazione della ritenuta sugli interessi solo nel caso di sottoscrizione di obbligazioni *ex* decreto legislativo 239/96 da parte di OICVM italiani o esteri *White-list*, era richiesta l'applicazione della ritenuta del 20% in caso di sottoscrizione di obbligazioni non quotate emesse da società non quotate da parte di OICVM italiani/esteri.

⁷⁵ Lo Spazio economico europeo (SEE) nacque il 1° gennaio 1994 in seguito ad un accordo (firmato il 2 maggio 1992) tra l' AESL (Islanda, Liechtenstein, Norvegia e Svizzera) e l'UE con lo scopo di permettere ai paesi AELS di partecipare al Mercato Europeo Comune (MEC) senza dover essere membri dell'Unione. Lo Spazio si basa su quattro *libertà*: la libera circolazione di merci, persone, servizi e capitali.

Dall'entrata in vigore del suddetto decreto, è prevista la non applicazione "condizionata" della ritenuta del 20% sugli interessi da obbligazioni non quotate sottoscritte da OICVM (primo requisito) che come attività prevalente investa in titoli obbligazionari (secondo requisito). Il principale vantaggio della novità normativa consiste nella possibilità di non applicazione della ritenuta qualora gli OICVM sottoscrivano direttamente obbligazioni emesse da società non quotate (Tabella 9).

L'aspetto più critico è rappresentato dall'ambito di applicazione della norma, cioè quale tipologia di fondi possa beneficiare delle norme in esame.

In primo luogo non è specificato quale sia il paese di costituzione del fondo, anche se nelle precedenti disposizioni si fa sempre riferimento ad OICVM di diritto italiano o estero.

Un secondo aspetto ambiguo riguarda invece le disposizioni in materia di cartolarizzazione (Legge 130/99) dei crediti acquistati da un fondo. La disciplina del decreto Destinazione Italia viene estesa alla possibilità da parte delle SPV⁷⁶ di sottoscrizione/acquisto di obbligazioni con un regime fiscale particolarmente agevolativo:

- a) possibilità di beneficiare dell'imposta sostitutiva, eventualmente applicata all'origine, anche in sede di trasferimento di titoli e delle relative garanzie in favore delle SPV;
- b) nessuna previsione di ritenuta in capo alla SPV sugli interessi originati da obbligazioni ex decreto legislativo 239/96 (obbligazioni emesse da grandi emittenti o da società non quotate);
- c) nessuna applicazione della ritenuta sugli interessi di cui alle *notes* emesse dalle SPV, se sottoscritte da determinati soggetti quali investitori corporate residenti e beneficiari effettivi ed investitori istituzionali residenti in Paesi *White-list*.

In sede di conversione in legge del decreto Destinazione Italia la vecchia normativa è stata emendata come segue:

⁷⁶ SPV è l'acronimo che sta per Special Purpose Vehicle, cioè una società veicolo costituita ad hoc per svolgere operazioni di cartolarizzazione.

- a) nessuna applicazione della ritenuta del 26% alle SPV sugli interessi attivi derivanti dalla remunerazione di obbligazioni non quotate emesse da società non quotate;
- b) requisiti analoghi per la non applicazione della ritenuta in capo agli OICVM:
 sottoscrizione di *notes* emesse da SPV da parte di investitori istituzionali *ex art.100 TUF* e investimento in via prevalente da parte delle stesse SPV in titoli obbligazionari.

Tabella 9: Schema normativa ante e post Destinazione Italia

- Ante D.L. Destinazione Italia



Ritenuta al 20% se bond non quotato

- Post D.L. Destinazione Italia



No ritenuta anche se bond non quotato



No ritenuta solo se bond quotato

Ritenuta al 26% se bond non quotato

Fonte: produzione propria

- *Le novità per l'emittente*

Il decreto n. 83 del 2012 aveva come obiettivo quello di incentivare il ricorso alle obbligazioni ed alle cambiali finanziarie anche con un allentamento dei vincoli posti alla deduzione degli interessi passivi erogati dall'emittente.

L'agevolazione principale è quella rappresentata dalla possibilità di disapplicare quanto previsto dall'articolo 3, comma 115, della legge n. 549 del 2005, il quale non consente di dedurre gli interessi passivi per la parte che eccede il doppio del tasso ufficiale di riferimento, nel caso di obbligazioni e titoli similari quotati, nel caso di quelli non quotati invece, per la somma che eccede il tasso ufficiale di riferimento aumentato dei due terzi.

L'impresa può in tal caso pattuire tassi di interesse superiori ai limiti soglia senza incorrere nella indeducibilità delle eccedenze, vigente ferma restando la regola generale del TUIR contenuta nell'articolo 96 per cui la deducibilità degli oneri passivi per ogni esercizio, fino a concorrenza con gli eventuali interessi attivi e proventi assimilati, è contemplata fino al 30% del Risultato Operativo Lordo, fermo restando che le eccedenze possono essere dedotte negli esercizi successivi se esista capienza del detto margine.

Il beneficio scatta per le obbligazioni e cambiali finanziarie quotate (in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione in uno dei paesi dello SEE), mentre per gli strumenti non quotati per poter usufruire delle agevolazioni sono richiesti i seguenti requisiti: i titoli considerati devono essere detenuti da investitori qualificati ai sensi dell'articolo 100 del decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58 che non posseggano, direttamente o indirettamente, tramite fiduciarie o per interposta persona, più del 2% del capitale o del patrimonio della società emittente; il beneficiario effettivo dei proventi deve essere residente in Italia o Stati e territori che consentono un adeguato scambio di informazioni.

Per il primo requisito, l'Agenzia delle Entrate ha precisato (riferimento del documento cioè circolare o risoluzione) che per investitori qualificati si considerano quei soggetti designati dalla Consob con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e che la soglia limite di capitale a titolo di rischio apportato dagli stessi soggetti del 2% oltre che da azioni ordinarie, è considerata costituita anche da azioni speciali purché conservino gli elementi minimi

casuali affinché si possano definire partecipazioni e non titoli rappresentativi di natura diversa. In quest'ottica, vanno a costituire la soglia limite di partecipazione al capitale degli emittenti: le azioni privilegiate⁷⁷, le azioni postergate⁷⁸, le azioni di godimento⁷⁹, le azioni di risparmio⁸⁰ e tutte le altre con diritto di voto nullo o limitato. Ancora secondo quanto chiarito dall'Agenzia delle Entrate, non si può tener conto delle partecipazioni al risultato economico degli emittenti incorporate in titoli simili e strumenti finanziari assimilati ad azioni, per i quali il sottoscrittore, ai sensi dell'articolo 44, comma 2, lettera a), del TUIR , può vantare esclusivamente diritti patrimoniali o amministrativi (escluso il diritto di voto in assemblea generale degli azionisti) ma che non diano al possessore del titolo lo *status* di socio.

Per quanto attiene al secondo requisito, cioè il beneficiario effettivo, l'Agenzia delle Entrate, con la circolare n. 47/E del 2 novembre del 2005, ha precisato che quest'ultimo è considerato tale se il soggetto che percepisce gli interessi trae un proprio vantaggio specifico economico dall'operazione di finanziamento dell'emittente, quindi è impossibile che sia considerato mero "veicolo" attraverso il quale flussi di reddito transitano in favore di altri soggetti. Queste condizioni, anche se riguardano il percettore degli interessi, sono richieste per la deduzione degli oneri da parte dell'emittente, per tale motivo, sarà compito dell'emittente stesso procurarsi una certificazione scritta, a prova del possesso dei requisiti richiesti dal decreto sviluppo⁸¹.

In assenza delle condizioni di legge, continua ad applicarsi il regime di indeducibilità previsto dall'articolo 13 della legge n. 549 del 1995.

- *Aspetti particolari per i Project Bond*

77 Azioni speciali che danno ai possessori un privilegio sulla distribuzione degli utili.

78 Azioni speciali che danno ai possessori un privilegio nell'incidenza delle perdite.

79 Azioni speciali che danno ai possessori un privilegio nella ripartizione dell'attivo quando la società è in liquidazione.

80 Azioni speciali che sono privilegiate nell'erogazione dei dividendi in termini quantitativi, ma che a loro volta non danno al sottoscrittore il diritto di voto.

81 Ai sensi della circolare dell'Agenzia delle entrate n. 4/E del 2013.

Per quanto attiene alla fiscalità dei project bond⁸² occorre, preliminarmente, sottolineare come il Legislatore in sede di stesura dell'art. 41 del Decreto Liberalizzazioni non avesse previsto alcuna disciplina fiscale *ad hoc* per tale tipo di strumenti finanziari.

Nel riformulare l'articolo 157 del Codice degli Appalti, infatti, gli estensori della norma, non avevano previsto agevolazioni di carattere fiscale, in assenza delle quali lo strumento appariva di difficile utilizzo.

Infatti, ai soggetti emittenti project bond erano applicabili le previsioni di cui all'art. 3 della Legge n. 549/95. Di conseguenza le società emittenti obbligazioni di progetto potevano dedurre gli interessi passivi a condizione che il tasso di rendimento effettivo alla data di emissione fosse inferiore rispettivamente a:

- il doppio del tasso ufficiale di riferimento, per le obbligazioni ed i titoli simili negoziati nei Paesi comunitari e in quelli aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo no Black list o collocati mediante offerta al pubblico nel rispetto della disciplina applicabile al momento di emissione;
- al tasso ufficiale di riferimento aumentato di 2/3, delle obbligazioni e titoli simili diversi da quelli sopra individuati.

Per rimuovere i limiti all'appetibilità di tale strumento obbligazionario ed incentivarne l'impiego e la diffusione, il Legislatore interviene prevedendo nel Decreto Crescita una serie di interventi di natura tributaria.⁸³ Gli interventi sono dal lato dell'emittente per il quale viene introdotto un nuovo regime di deducibilità degli interessi passivi:⁸⁴

- integralmente deducibili, per le società di progetto costituite ai sensi dell'art. 156 del Codice degli Appalti;
- secondo le previsioni di cui all'articolo 96 TUIR, per le società di partenariato pubblico-privato.

82 Sul tema si veda G. Molinaro, «Dal «decreto crescita» nuove opportunità di finanziamento per le imprese», in Corriere Tributario n. 29/2012, pag. 2212; E. Ribacchi, «Project Bond e strumenti di finanziamento per le PMI», in Pratica Fiscale e Professionale n. 29/2012; C. Galli, «Ostacoli di natura fiscale per gli strumenti di finanziamento dell'impresa», in Corriere Tributario n. 34/2012; S. Zarbo, «Le caratteristiche delle garanzie dei project bond» ed «I project bond per finanziare le grandi opere infrastrutturali», in Finanziamenti su misura News, IPSOA 11/2012.

83 Per effetto della disposizione contenuta nel comma 2 dell'art. 1 del Decreto Crescita.

84 Secondo le regole previste dall'articolo 96 del D.P.R. n. 917/1986 da verificare in relazione ai soggetti emittenti.

L'incentivo fiscale è anche per i sottoscrittori, poiché viene accordato loro lo stesso regime fiscale previsto per i titoli del debito pubblico,⁸⁵ in particolare: i proventi derivanti dai titoli di debito pubblico, rientrando nel regime di tassazione di cui al D.Lgs. n. 239/1996, per scadenze inferiori o meno ai 18 mesi, sono soggetti ad imposta sostitutiva delle imposte sui redditi, nella misura del 12,5% se percepiti dai soggetti "nettisti"⁸⁶. L'imposta sostitutiva non si applica, invece, ai soggetti "lordisti"⁸⁷, per i quali la tassazione sugli interessi è costituita da un'imposta agevolata sempre al 12,5% ma l'estensione del regime dei titoli pubblici non riguarda gli altri redditi che possono essere corrisposti in relazione ai project bond come il capital gain per il quale i percettori saranno tassati nella misura del 20%.

Altre modifiche rilevanti riguardano l'introduzione di un regime di favore, in materia di imposizione indiretta, applicabile in particolar modo alle garanzie rilasciate a copertura alle operazioni di emissione dei project bond di qualunque tipo da chiunque e in qualsiasi momento prestate.⁸⁸ Perciò per le emissioni di obbligazioni e titoli di debito da parte delle società di cui all'articolo 157 del Codice degli Appalti, nonché eventuali surroghe, postergazioni, frazionamenti e cancellazioni anche parziali, ivi comprese le cessioni di credito stipulate in relazione a queste emissioni, sono soggette all'imposta di registro in misura fissa.⁸⁹

- *Altre agevolazioni fiscali*

Tra le più rilevanti agevolazioni, oltre a quelle già trattate, si segnalano quelle relative agli oneri di emissione delle obbligazioni e cambiali finanziarie

85 Il regime fiscale per i titoli di debito pubblico è regolato dall'articolo 31 D.P.R. 29 settembre 1973 n.601.

86 Si considerano "nettisti": persone fisiche, anche se esercenti attività commerciali; società semplici e società ad esse equiparate ai sensi dell'art. 5 del TUIR; enti pubblici e privati di cui all'art. 73, comma 1, lettera c), TUIR, e all'art. 74 del TUIR (Regioni, Province, Comuni ecc.); soggetti esenti dall'imposta sul reddito delle persone giuridiche (IRES).

87 Si considerano "lordisti": le società, i fondi comuni di investimento mobiliare e immobiliare, i fondi pensione e i soggetti non residenti che abbiano i requisiti stabiliti dall'art. 6 del D.Lgs. n. 239/1996.

88 Cfr. comma 3, art. 1, Decreto Crescita.

89 È importante riportare che le agevolazioni fiscali sopra descritte riguardino solo le obbligazioni emesse nell'arco dei tre anni successivi all'entrata in vigore del Decreto Crescita.

quotate. L'articolo 32, comma 13, del decreto legge n. 83 del 2012, dispone che le spese di emissione dei titoli in esame, siano interamente deducibili nell'esercizio in cui sono state sostenute, indipendentemente dal criterio di imputazione delle stesse a bilancio.

Tale norma si discosta dalla prassi per la quale gli oneri di emissione venivano ripartiti e dedotti in più esercizi, spesso per tutta la durata del finanziamento, facendo prevalere il principio di cassa e permettendo quindi di dedurre in via anticipata le spese in questione.

Per le cambiali finanziarie dematerializzate inoltre, viene eliminata l'imposta di bollo.

Capitolo 4: Mini-bond: strutturazione dell'operazione

4.1 Lo strumento del mini-bond: aspetti di mercato

I mini-bond sono definiti come quegli strumenti di finanziamento di medio-lungo termine (con durata superiore preferibilmente ai trentasei mesi) per le PMI italiane che consentono loro di finanziare i propri progetti di sviluppo o investimenti straordinari, in modo complementare o alternativo rispetto al canale bancario. Pertanto, tali strumenti rappresentano soltanto un'alternativa alle altre forme di finanziamento bancario e non, ma anche una possibile *exit strategy* delle imprese dal ristagnamento, in termini di crescita e sviluppo, nelle quali le stesse imperversano a causa dell'impossibilità di reperire e produrre risorse.

Per individuare quale posizione assume lo strumento dei mini-bond sul mercato è necessario ricordare in modo sintetico quali sono le caratteristiche di queste particolari obbligazioni.

I mini-bond, per prima cosa, possono essere emessi da società italiane non quotate, società cooperative e mutue assicuratrici diverse dalle banche e dalle micro imprese; è uno strumento quindi pensato per la ricerca di finanziamenti da parte delle PMI.

Sono destinati a investitori professionali di diritto o su richiesta poiché sono soggetti che hanno l'esperienza, la conoscenza e la competenza necessaria per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che sono in grado di assumersi.

Il tasso e l'importo sono fissati all'atto dell'emissione, tenendo in considerazione esigenze e caratteristiche dell'emittente e le richieste del mercato.

Per lo scambio degli strumenti finanziari per le imprese ⁹⁰ dall'11 febbraio 2013 è stato attivato l'ExtraMOT PRO, un segmento professionale di mercato dedicato alla quotazione di obbligazioni, cambiali finanziarie, project bond e strumenti partecipativi.

Il segmento nasce per mettere a disposizione delle piccole e medie imprese un mercato nazionale flessibile, economico ed efficiente in cui cogliere le opportunità e i benefici fiscali derivanti dal nuovo quadro normativo dettato dai Decreti Sviluppo del 2012 e Destinazione Italia del 2013.

Lo strumento dei mini-bond ha un enorme potenziale capace di apportare vantaggi sistemici a tutti gli operatori che operano in tale mercato: dall'emittente cioè le PMI, alle banche e agli investitori.

Per i primi soggetti citati, i benefici che gli strumenti in analisi, se ben implementati, apportano sulla struttura e gestione finanziaria sono molteplici: prima di tutto garantiscono un accesso diretto al mercato di capitali nazionale e internazionale, allo stesso tempo le imprese possono fruire di un percorso formativo propedeutico a step successivi di crescita attraverso gli stessi mercati. In secondo luogo, rappresentano un importante

⁹⁰ Gli strumenti identificati dall'articolo 32 del Decreto Sviluppo.

strumento di marketing per le imprese italiane, poiché danno la possibilità di accrescere la propria visibilità sia sul mercato che sui media, con un evidente rafforzamento delle proprie credenziali presso clienti, fornitori e sistema finanziario; in tal modo rappresentano uno strumento di acclimatazione verso i vari *stakeholders*.

Anche dal punto di vista fiscale, la portata dei mini-bond è agevolativa: il Decreto Sviluppo ha omologato le obbligazioni, in merito alla deducibilità dei costi per gli emittenti, dalle PMI non quotate alle obbligazioni di società quotate.

Infine i nuovi strumenti danno la possibilità all'impresa di allungare la scadenza delle fonti di finanziamento ristabilendo un certo equilibrio nella struttura patrimoniale dell'impresa. L'operazione comporta il rafforzamento degli indici della struttura finanziaria e di capitale circolante che rendono l'affidabilità dell'azienda maggiore permettendo così di accedere ai finanziamenti bancari a costi più contenuti.

Come elemento critico non possiamo dire che tali strumenti siano esenti da rischi: per prima cosa è necessario che ci sia un'adeguata disclosure nei confronti degli investitori sia sui bilanci sia sui progetti di investimento, proprio in relazione alle caratteristiche delle imprese ammesse all'emissione degli strumenti. I costi dell'operazione non sono esigui: emissione, collocamento, tassi d'interesse e costo finanziario del tempo⁹¹ sono tutti elementi da mettere a confronto nella valutazione di un finanziamento reperito sul mercato di capitali rispetto ad uno bancario.

Tuttavia, procedendo con l'analisi, per gli intermediari bancari, l'operazione determina, nel medesimo modo che per le emittenti, una serie di vantaggi: in primis quello economico, dato dalle commissioni pagate dalle aziende agli organizzatori di emissioni e collocamento (*arrangers*) che rafforzano il conto economico delle banche; inoltre potrebbero consentire di usare le emissioni per operazioni di rifinanziamento presso la Banca Centra Europea (BCE).

⁹¹ L'impresa deve valutare i tempi di attivazione delle diverse operazioni che intende porre in atto. Il ricorso ai mercati finanziari comporta, generalmente un allungamento dei tempi necessari alla raccolta dei capitali, rispetto a quelli richiesti per l'erogazione dei finanziamenti bancari.

E' importante evidenziare inoltre il ruolo degli intermediari poiché è grazie a questi ultimi che il problema della scarsa liquidità delle singole emissioni potrebbe essere superato.

Anche dal lato degli investitori gli strumenti dei mini-bond consentono: la costituzione di una nuova *asset class* con interessanti profili di rischio/rendimento; la minimizzazione dei rischi di default grazie alla diversificazione di portafoglio; la sottoscrizione di uno strumento (c.d. fondo chiuso) di estrema semplicità gestionale; la semplificazione fiscale per cui, nel caso in cui l'investitore sia nettista sarà applicata un'imposta sostitutiva con aliquota del 26%, mentre, qualora sia lordista, l'erogazione dei proventi avviene senza alcun prelievo fiscale ma questi concorreranno a formare il reddito imponibile dell'investitore.

Infine, con i mini-bond è possibile sostenere determinati settori/gruppi di imprese che hanno a disposizione fondi limitati, ma che rappresentano una fonte economica indispensabile per il nostro tessuto economico e destinare il risparmio verso impieghi produttivi per lo stesso.

4.2 Strutturazione dell'operazione e soggetti interessati

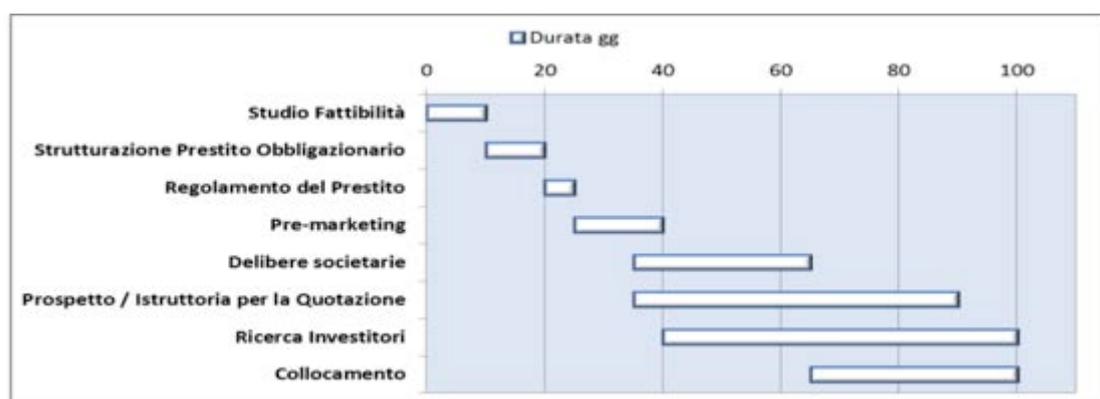
L'emissione dei mini-bond è la scelta risultante di un processo decisionale a tutti gli effetti, infatti, ritroviamo i classici step di: identificazione di un problema, caratterizzato dal fabbisogno finanziario; determinazione e valutazione delle alternative, cioè analisi di tutte le forme possibili di finanziamento, in particolare quello bancario; infine scelta del tipo di finanziamento tramite emissioni obbligazionarie mini-bond.

Si vengono, così, a delineare delle fasi specifiche riferibili all'operazione con una particolare schedulazione temporale (Tabella 10):

1. Studio della fattibilità;
2. Strutturazione del prestito obbligazionario;
3. Regolamento del prestito;
4. Rating;
5. Pre-marketing;

6. Delibere societarie;
7. Prospetto/istruttoria per la quotazione;
8. Ricerca investitori;
9. Collocamento sul mercato degli investitori istituzionali.

Tabella 10: Timetable Operativo



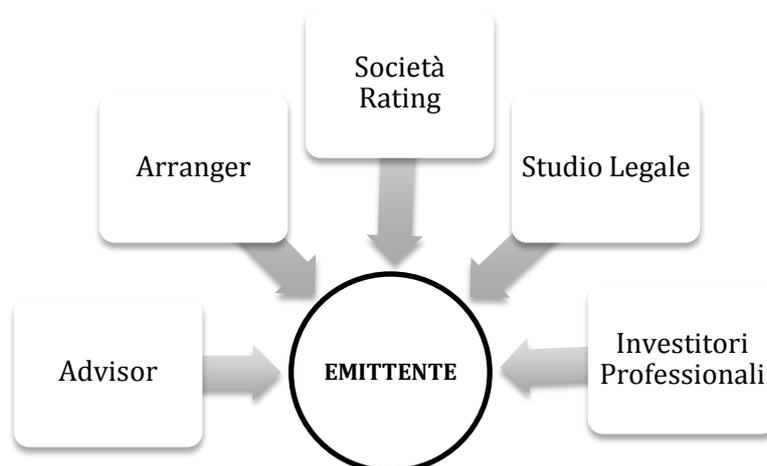
Fonte: Mini-bond istruzioni per l'uso, Camera di commercio di Milano, a cura di R. Calugi e G. Paglietti.

Ci occuperemo soprattutto di descrivere il ruolo dei diversi soggetti coinvolti nell'operazione (Tabella 11):

1. Advisor: il soggetto che ha il compito di assistere la società verificando la fattibilità dell'operazione e la accompagna per tutto il processo di emissione;
2. Banca Arranger: il soggetto che coordina il processo di emissione e gestione delle relazioni con gli investitori e il Mercato di Borsa;
3. Società di Rating: è il soggetto che si occupa di valutare la solidità quindi il rischio dei titoli emessi e a questo collega il rendimento dei titoli;
4. Studio Legale: è il soggetto che svolge un ruolo di consulenza e predisporre: le modalità di regolamento del prestito; i documenti di ammissione per la quotazione dei mini-bond e il contratto di sottoscrizione tra emittente e investitore;
5. Investitori professionali: quei soggetti che per legge possono sottoscrivere titoli obbligazionari emessi da PMI.

Infine tratteremo il ruolo delle garanzie con riferimento anche al nuovo regime normativo e andremo infine a delineare le caratteristiche dell'emittente tipo cioè l'azienda target.

Tabella 11: Soggetti coinvolti



Fonte: produzione propria

4.3 Azienda target

I mini-bond non sono degli strumenti di supporto alle aziende in crisi, quindi non sono operazioni che le *troubled companies* possono permettersi di implementare; per questo motivo, tale modalità di finanziamento non può essere considerata uno strumento di salvataggio per le innumerevoli aziende che in questo periodo imperversano in stato di crisi. Per *troubled companies* si considerano quelle tipologie di aziende in situazione di difficoltà economico-finanziaria. In prima analisi sono le società considerate meno indicate per sostenere nuovi finanziamenti a causa della scarsa capacità di rimborso degli oneri e della quota capitale. Tuttavia, se valutate dal punto di vista della remunerabilità, potrebbero sicuramente interessare ad investitori pronti ad assumersi elevati livelli di rischio per ottenere rendimenti molto elevati.

Al contrario, il particolare tipo di obbligazione considerato rappresenta un'opportunità di finanziamento sul mercato dei capitali per le aziende sane, le c.d. *premium companies*, aziende ad uno stadio di maturità, con esperienza consolidata nel settore in cui operano, con buone performance negli ultimi esercizi e con stabili e dettagliati programmi di crescita per il medio-lungo termine, le quali, per motivi diversi, decidono di sostituire il credito bancario o di integrarlo con l'uso di tali strumenti di debito alternativi.

Il costo del denaro preso a prestito è più elevato di quello bancario, quindi è legittima la richiesta di utilizzo dello strumento solo da parte di quelle aziende in una situazione economico-finanziaria stabile e duratura. Come già evidenziato in precedenza le nostre PMI fronteggiano problemi nella difficoltà di accesso al credito, in particolar modo quello di medio-lungo termine, necessario per sostenere i progetti di investimento e di crescita aziendale, a fronte di un'offerta principale di finanziamento del circolante.

La difficoltà si incrementa nel momento in cui i finanziamenti richiesti dalle imprese sono destinati agli investimenti "critici" volti all'internazionalizzazione e alla ricerca e sviluppo: è difficile, infatti, ricevere un prestito per l'acquisizione di una società all'estero, per l'espansione commerciale in nuovi mercati o per un progetto di ricerca e sviluppo di nuovi prodotti. Il problema non è determinato dalla volontà degli istituti finanziari ma della struttura creditizia del nostro Paese che nel segmento delle PMI manca di strumenti necessari per valutare progetti di internazionalizzazione e ricerca e sviluppo. Le imprese che trovano difficoltà nel finanziare tali progetti di investimento tramite il canale bancario potrebbero utilizzare le emissioni di mini-bond per ricercare capitali sul mercato.

Sono, infine, strumenti utili anche per quelle società che si trovano in nicchie di mercato in forte crescita (anche piuttosto recenti), con grandi ordini, ma che sono eccessivamente sottocapitalizzate e hanno fatturati esigui, non sufficienti a sostenere quelle spese indispensabili per restare al passo con l'espansione del proprio core business: la scarsa possibilità degli imprenditori italiani di prestare garanzie idonee a permettere l'erogazione di

credito a medio lungo termine, rischia di paralizzare i nuovi settori di espansione per l'economia del nostro Paese.

Le aziende coinvolte nell'operazione sono obbligate, però, a sottostare a determinati parametri qualitativi e quantitativi: si vengono pertanto a delineare una serie di requisiti, alcuni anche determinati dalla normativa, necessari per un primo *screening* delle aziende e per valutarne l'appetibilità sul mercato.

In primo luogo sussistono dei requisiti formali, ovvero richiesti dalla normativa, che sono valutati in una fase di *pre-screening* del potenziale emittente e sono:

- forma giuridica di società per azioni;
- no Micro-imprese: quindi società con organico superiore alle dieci unità e fatturato o totale attivo maggiore di 2 milioni di euro;
- società con almeno due esercizi conclusi di cui ultimo bilancio sottoposto a revisione legale (preferibilmente da parte di una società di revisione primaria);
- no start-up.

Sussistono poi numerose caratteristiche a livello qualitativo che le emittenti-tipo devono detenere per essere ammesse alla possibilità di emissione di questi strumenti e sono:

- situazione di *good standing* dell'impresa soprattutto considerando la gestione ordinaria (assenza di procedure concorsuali in atto o in procinto di essere dichiarate): possono emettere mini-bond quelle aziende che non sono in una fase di distress o turnaround e che hanno una valutazione preliminare di rating (interno) superiore a "B";
- capacità ed esperienza nel settore da parte del management per la valutazione del valore aggiunto apportato dal capitale umano;
- visione di lungo termine poiché al contrario di quella a breve termine che potrebbe sembrare più redditizia in un primo momento, considera l'azienda e la sua capacità di creare valore con una logica di continuità e stabilità nel tempo;

- trasparenza nella gestione operativa al fine di eliminare le possibili asimmetrie informative che possono rendere le operazioni di mercato opache;
- prodotto/servizio erogato dalla società emittente di qualità o comunque con un buon rapporto qualità prezzo, al fine di garantire l'operatività aziendale; sono preferibili quelle aziende che operano nei settori di eccellenza dell'industria italiana ;
- buona diversificazione di prodotti di fornitura e clientela in modo da non essere troppo dipendenti dalla capacità contrattuale di un singolo operatore;
- adeguato controllo di gestione che consenta di governare al meglio i processi aziendali.

Seguono alcuni punti focali sui quali concentrare la *due diligence* di business da parte dell'intermediario, che agisce in qualità di *advisor*, e si sostanziano in:

- analisi della struttura organizzativa e legale;
- definizione della struttura proprietaria e management e identificazione dei rapporti di forza e delle responsabilità dei vari soggetti dell'organizzazione;
- strategie adottate in passato dall'azienda, modelli operativi di business, punti di forza e debolezza;
- situazione di ciclicità e stagionalità del business quindi opportunità e minacce presenti nel settore considerato;
- posizione di mercato per le diverse aree di business in cui l'azienda è inserita;
- piani di acquisizione e investimento;
- contratti di fornitura, facendo attenzione ad elementi come la durata, la concentrazione ed il grado di dipendenza;
- diversificazione della base clientelare;
- parti correlate come affitti, leasing, pagamento royalties, etc.

I requisiti richiesti sono anche di carattere quantitativo, considerano l'assessment economico-finanziario e riguardano:

- la situazione finanziaria dell'azienda: linee di credito *committed*, andamento secondo la Centrale dei Rischi, scadenze, garanzie, pegni, *covenants*⁹², posizione e struttura del debito già presente nella società;
- rapporti con le banche e gli altri istituti di credito;
- garanzie prestate a terzi;
- disponibilità di cassa;
- *cash pooling*;
- politica dei dividendi e emolumenti.

Altri requisiti quantitativi variano in base ai target di riferimento dei diversi fondi di investimento e che devono tener conto anche delle dinamiche dell'economia:

- un fatturato che sia superiore ai 10/15 milioni di euro;
- un trend di fatturato degli ultimi tre anni migliore dell'andamento del PIL Italiano o comunque maggiore di zero;
- un EBITDA positivo negli ultimi tre anni.

I fondi di investimento considerano, poi, alcuni indici di redditività quali: EBITDA Margin (maggiore del 7%); PFN/EBITDA (inferiore a 4x); PFN/Patrimonio Netto (inferiore a 3x); EBIT/Oneri Finanziari (maggiore di 1,5x); *Debt Service Cover Ratio* (maggiore di 1,2).

4.4 Scelta della particolare fonte di finanziamento e ruolo dell'Advisor

Una volta che i soggetti decisori dell'impresa hanno preso conoscenza di tutte le possibili fonti di finanziamento attraverso le quali poter investire in progetti di sviluppo si presenta la necessità che un soggetto specializzato valuti l'opportunità e la fattibilità di emettere mini-bond: il protagonista di questa fase cruciale è l'Advisor.

⁹² I *covenants* sono una serie di clausole vincolanti di governance finanziaria dell'azienda poste solitamente nei regolamenti obbligazionari a tutela dell'investitore. In genere si distinguono tra: *Maintenance covenants*, i quali impongono il mantenimento da parte del debitore di specifici ratios finanziari durante tutto il periodo del finanziamento e *Inurrence covenants*, che impongono all'azienda emittente di sottostare a specifici ratios finanziari ai quali, se non rispettati, sono condizionate azioni come distribuzione dei dividendi o contrazione di nuovo debito.

Tecnicamente, l'Advisor è la figura che affianca e accompagna l'impresa in momenti cruciali della vita aziendale soprattutto decisioni di straordinaria amministrazione, quale può essere, appunto, quella di realizzare un'emissione obbligazionaria. Per queste scelte è richiesta, infatti, una figura professionale che detenga competenze specialistiche poiché si fronteggiano passaggi tecnici e operativi molto complessi.

L'Advisor, dunque, può svolgere tutta una serie di attività a supporto dell'azienda, dalla predisposizione della documentazione tecnica da presentare ai diversi operatori del mercato, alla definizione delle caratteristiche che dovrebbe avere l'obbligazione per rispondere alle esigenze finanziarie delle imprese, fino alla gestione dei contatti istituzionali per il collocamento e la quotazione dell'emissione con soggetti quali gli *arranger*, i fondi di investimento o la stessa Borsa Italiana.

4.4.1 Ruolo dell'Advisor

Il processo di emissione obbligazionaria da parte di una PMI si configura in modo articolato in più fasi ed integrato in termini di processi e determina il coinvolgimento, come ricordato in precedenza, di diversi soggetti. L'advisor svolge un ruolo di coordinamento tra le varie attività funzionali all'operazione e, in modo particolare, affianca l'impresa nella fase preliminare di valutazione della fattibilità dell'emissione dei titoli in esame.

Come primo compito, tale operatore ha la responsabilità di verificare l'esistenza dei requisiti minimi previsti dalla normativa, chiamata anche fase di *pre-screening* ovvero: i requisiti afferenti ai parametri dimensionali in termini di fatturato e di numero di dipendenti (misurati come ULA - unità lavorative anno); la congruità della forma giuridica; la disponibilità dell'ultimo bilancio revisionato da un revisore esterno alla società.

Superata questa prima fase, occorre approfondire quali siano le caratteristiche del potenziale emittente in termini qualitativi e quantitativi, e

definire il piano economico/finanziario della società emittente. Per far ciò è necessario analizzare, valutare e, in alcuni casi, anche redigere, il piano industriale di sviluppo, realizzando le seguenti azioni:

- analizzare la performance storica della società, inclusa quella inerente al periodo della crisi economica, quella presente e stimare con relativa certezza la performance futura;
- valutare la credibilità delle *assumptions* sulle quali si basa il *business plan* facendo riferimento a molteplici indicatori come: marginalità (EBITDA margin e EBIT margin), tassi di crescita (CAGR), flussi di cassa, gestione del circolante, sostenibilità degli investimenti (Capex/Sales, Capex/ammortamenti);
- attestare la coerenza esistente tra il piano industriale e le necessità di cassa;
- verificare periodicamente il merito di credito dell'emittente dopo l'emissione del prestito.

L'analisi o la costruzione di un *business plan* valido, con orizzonte temporale di almeno tre anni, è una componente fondamentale del percorso soprattutto per la redazione dell'*information memorandum*⁹³ da presentare agli investitori e per agevolare la relazione con la società di *rating*.

Nelle fasi successive a quella propedeutica, l'Advisor assume un altro ruolo chiave, poiché si delineano step in cui è necessario operare di concerto e coordinare le attività dei diversi soggetti coinvolti nel processo di emissione.

L'Advisor svolge la funzione importante di individuazione della banca arranger e si occupa di organizzare le successive trattative con la stessa nel momento della determinazione e della strutturazione del prestito obbligazionario. E' una fase delicata, in cui è necessario, dopo un'attenta analisi delle variabili finanziarie dell'azienda delineare una corretta definizione del fabbisogno finanziario dell'emittente, nonché la determinazione della sua capacità di rimborso e rischiosità dell'operazione.

⁹³ L'*Information memorandum* è un documento che deve evidenziare le caratteristiche della società e in particolare: il mercato di riferimento, la struttura operativa, i dati storici, il piano di sviluppo. Le informazioni ivi riassunte, saranno successivamente trasmesse ai potenziali investitori affinché possano valutare l'appetibilità dello strumento.

In base agli elementi che verranno determinati in fase di valutazione, la banca arranger deciderà come strutturare il prestito obbligazionario in linea generale, nelle sue caratteristiche essenziali che saranno incluse nel regolamento; sarà quindi stabilito: l'ammontare massimo del prestito che l'emissione può sostenere, la durata, il tasso cedolare, la previsione di un periodo di pre-ammortamento, la presenza nei titoli di opzione call incorporata allo strumento, gli eventuali covenants richiesti.

La collaborazione e la condivisione di informazioni da parte dei due soggetti, arranger e advisor, è un momento determinante per raggiungere la giusta combinazione di elementi necessari a rendere appetibile il mini-bond sul mercato.

Una volta terminata la fase di strutturazione del prestito ed effettuata quella di pre-marketing strumentale a mettere a conoscenza gli investitori delle caratteristiche del nuovo strumento immesso sul mercato e a sponsorizzarlo negli elementi di convenienza, l'impresa passa alla fase di delibera notarile del prestito obbligazionario. Completata la fase formale degli adempimenti legali e ricevuto un feed-back positivo da parte dei finanziatori e quindi del mercato, si giunge alla fase di interazione con Borsa Italiana.

Proprio in quel momento l'Advisor, in collaborazione con uno studio legale che svolge anche questo un ruolo di consulenza specifico, procederà alla redazione del prospetto informativo o del documento di ammissione alle negoziazioni sul segmento ExtraMOT PRO di Borsa Italiana.

4.4.2 Imprese e Advisor: sintesi dei compiti

Ricordando quanto detto, nella fase di verifica della fattibilità di emissione di mini-bond, l'impresa che sta valutando l'operazione deve svolgere alcune mansioni al fine di agevolare e non rendere superfluo il lavoro dell' Advisor, tra queste le più importanti sono :

1. la verifica dell'adeguatezza patrimoniale e della propria capacità di indebitamento, nonché del merito creditizio;
2. la revisione dell'ultimo bilancio da parte di un soggetto autorizzato;

3. la convocazione dell'assemblea al fine di deliberare in merito alla nuova forma di finanziamento;
4. il deposito e l'iscrizione della delibera, firmata dal notaio, nel registro delle imprese;
5. la disponibilità a svolgere adempimenti on-going come succede nelle relazioni con gli investitori.

L'Advisor, invece, si occupa di altre funzioni, per riassumere potremo identificarle in consulenza e supporto in diversi ambiti di:

- predisposizione del business plan;
- redazione dell'information memorandum;
- individuazione della tipologia di obbligazione più adatta al modello di business dell'azienda e alle sue caratteristiche;
- strutturazione dell'obbligazione;
- completamento del prospetto informativo dell'obbligazione;
- dematerializzazione dei titoli e richiesta del codice ISIN⁹⁴ ;
- domanda di ammissione alla quotazione.

4.5 Strutturazione dell'emissione e ruolo dell'Arranger

La banca, nei sistemi banco-centrici come il nostro, rappresenta il tradizionale interlocutore privilegiato per le imprese con fabbisogno finanziario positivo per la realizzazione di nuovi investimenti per implementare i propri processi produttivi e i propri piani di sviluppo di medio e lungo termine. Questo privilegio, ormai riferito al passato, ha permesso che gli istituti di credito e, in particolar modo, quelli maggiormente radicati sul territorio, assumessero un ruolo fondamentale nell'accompagnamento e nell'assistenza a favore delle imprese nelle scelte di investimenti e conseguenti modalità di finanziamento più adatte alle caratteristiche dell'emittente e dei business nei quali la stessa opera.

⁹⁴ 16 ISIN, acronimo di International Securities Identification Number, è un codice identificativo dei valori mobiliari a livello internazionale. E' utilizzato per identificare titoli quali azioni e obbligazioni. Generalmente, è utilizzato anche per gli indici azionari.

Al giorno d'oggi, però, le cose sono cambiate: il contesto economico finanziario in cui gli intermediari finanziari operano è mutato e perciò anche il ruolo che gli stessi vanno ad assumere. Le PMI richiedono alle banche un riposizionamento sul mercato in modo tale che possano assumere un ruolo attivo nell'offrire loro nuovi strumenti finanziari per fronteggiare il mercato. Gli istituti di credito devono diventare consulenti specializzati nella scelta e strutturazione delle operazioni che le imprese decidono di implementare e devono accompagnarle durante la raccolta di capitali sui mercati, abbandonando, così, quel ruolo da troppo tempo consolidato di prestatore diretto di finanza.

Con il Decreto Sviluppo che, come abbiamo detto, permette alle PMI di affacciarsi al mercato obbligazionario in modo agevolato, ovvero equiparato ai grandi emittenti, le banche hanno l'opportunità di svolgere in modo ideale il nuovo compito, mostrandosi come consulenti e accompagnatrici della società nel percorso intrapreso e inoltre consentendo allo stesso tempo la valorizzazione e conoscenza del tessuto imprenditoriale del proprio territorio e l'accesso privilegiato ai mercati finanziari.

4.5.1 Ruolo dell'Arranger

Per le necessità di trasformazione del ruolo degli intermediari, gli stessi stanno assumendo sempre più spesso il ruolo di arranger: coordinatore finanziario del processo di emissione e soggetto volto all'interfaccia con gli investitori e con Borsa Italiana per la strutturazione dell'operazione e del collocamento dei titoli.

Il ruolo è caratterizzato da diverse responsabilità:

1. effettuare un'attività di analisi e verifica circa la fattibilità economico-finanziaria dell'operazione in termini di : merito creditizio dell'emittente (anche in collaborazione con l'advisor), verifica prospettica della sostenibilità del debito e situazione finanziaria corrente e infine, analisi andamentale del settore e dei benchmark di mercato;

2. strutturazione ed organizzazione dell'operazione di emissione nonché reperimento degli investitori disposti a sottoscrivere gli strumenti obbligazionari dei mini-bond;
3. redazione del c.d. *information memorandum* in cui viene illustrato il progetto da presentare agli investitori qualificati interessati all'operazione.

In riferimento alla prima responsabilità, poiché le emissioni dei mini-bond hanno un importo rilevante elevato per le dimensioni patrimoniali delle imprese che decidono di utilizzarli, assumono particolare rilevanza sia un'analisi contabile sia una prospettiva dell'azienda e del business plan presentato per la valutazione della fattibilità dell'operazione, entrambe le verifiche sono svolte in collaborazione con l'advisor. Nell'ambito dell'analisi dei dati contabili i particolari ratios che vengono considerati sono: il rapporto tra la posizione finanziaria netta e il patrimonio Netto (PFN/PN), il rapporto tra la posizione finanziaria netta e l'EBITDA (PFN/EBITDA), l'Interest cover ratio (EBIT/Oneri finanziari), il Debt Service Cover Ratio (free cash flow/debt service), i cui valori di riferimento possono ovviamente variare in base al target e alle scelte di investimento dei diversi operatori coinvolti. Per quanto attiene all'analisi prospettica invece è importante considerare: la performance storica della società, la credibilità dell'assumptions alla base del piano (ovvero marginalità, tassi di crescita medi (CAGR), generazione di cassa, gestione del circolante e verifica della sostenibilità degli investimenti (Capex/Sales e Capex/ammortamenti), coerenza tra piano industriale e la necessità di cassa).

Una volta analizzati questi aspetti e coerentemente con i dati rilevati dallo studio si procede con la strutturazione del prestito obbligazionario (cedola, tasso, durata ed elementi particolari come tipologia dell'obbligazione e *covenants*).

L'arranger, in via preliminare, supporta l'emittente in varie attività indispensabili al fine dall'operazione: la prima e di maggior importanza è rappresentata dalla *due diligence*, condotta in collaborazione con l'agenzia di rating. Tale attività è importante poiché dal suo esito dipenderà l'erogazione

o meno del prestito obbligazionario, in quanto consiste in una dettagliata indagine sull'andamento degli affari della società emittente. Nel documento saranno inseriti i seguenti elementi presi in esame :

- la storia della società, con attenzione a tutti quegli eventi straordinari di gestione come ristrutturazioni aziendali, acquisizioni di aziende o rami d'azienda e cessioni;
- la struttura organizzativa della società, il suo assetto proprietario, gestionale e la presenza di particolari emissioni obbligazionarie collegate a strumenti finanziari come opzioni call o warrants o di speciali diritti assegnati ad azioni;
- i bilanci degli ultimi cinque anni approvati con relazione di certificazione;
- la conformità alle norme di legge di tutte le attività svolte dalla società e la situazione dei contratti vigenti al momento dell'indagine;
- lo stato e il valore dei beni immobili di proprietà dell'impresa;
- ogni altro fatto idoneo a rappresentare la situazione passata e corrente nonché la prevedibile evoluzione del business dell'impresa emittente.

La *due diligence* è funzionale e utile per l'emittente poiché: consente la delibera dell'emissione in piena consapevolezza; permette di prepararsi agli incontri con gli investitori necessari per assicurare pieno successo al collocamento; determina la strutturazione dell'emissione in linea con gli obiettivi dell'emittente; dà la possibilità di eseguire correttamente le fasi successive; infine è di supporto alla redazione del prospetto informativo e alle predisposizione della documentazione marketing per gli investitori professionali.

Una volta terminata la fase propedeutica di studio, l'arranger si occupa della strutturazione dello strumento e delle sue caratteristiche. Inizia dalla definizione del piano di ammortamento del prestito obbligazionario strettamente collegato alla generazione di cassa e agli investimenti programmati.

Il mini-bond è uno strumento molto flessibile, per questo risponde alle più diverse esigenze aziendali, in termini di pagamento della quota capitale, della remunerazione in interessi e di durata dell'obbligazione.

In primo luogo le obbligazioni potranno essere *bullet*⁹⁵ o *amortizing*⁹⁶ ma sono previsti anche periodi di preammortamento; alcune soluzioni potranno anche prevedere un convertibile a scadenza, quindi con previsione di extra-rendimenti al termine del periodo di ammortamento mediante l'esercizio di una call o di un warrant sul capitale; infine la durata solitamente varia dai cinque ai sette anni.

Per quanto riguarda l'importo delle emissioni, considerando i costi fissi, risultano poco convenienti se di importo inferiore ai 2,5 milioni di euro.

Contestualmente, vengono anche definiti i *covenants* e le opportune garanzie apportate per ridurre costo e rischiosità dell'operazione.

Trattandosi di un debito finanziario, per il finanziamento con mini-bond, la tendenza è quella di emettere obbligazioni *unsecured*, ovvero non supportate da alcuna garanzia, se non il generale patrimonio della società. Tale mercato non considera conveniente la possibilità di rivalersi su particolari forme di garanzie reali apportate dall'imprenditore o dall'impresa (ipoteche, pegno di quote, ecc). Sono invece contemplate delle garanzie emesse da specifiche istituzioni finanziarie come SACE, che può rilasciare garanzie ai fondi con il limite del 70% del valore dell'emissione sottoscritto, per aziende che abbiano programmi di internazionalizzazione ed una componente di fatturato estero superiore al 10% e come il Fondo Centrale di garanzia, con ruolo di prestatore di ultima istanza, che offre copertura su questi tipi di strumenti di debito.

Proprio per la scarsa presenza di garanzie, sono richiesti, dagli investitori, inserimenti di particolari clausole vincolanti che riguardano la governance finanziaria dell'azienda, cioè i *covenants*, da rispettarsi pena il ritiro del prestito obbligazionario o la sua rinegoziazione a condizioni meno favorevoli.

Le clausole più comunemente richieste, sono:

⁹⁵ Rimborso effettuato in unica soluzione a scadenza.

⁹⁶ Rimborso graduale secondo un piano di ammortamento pre-fissato.

- clausole di salvaguardia (“Negative Pledge” e “Pari Passu”): per tutta la durata del contratto, l'emittente si impegna a non concedere pegni, ipoteche o altre garanzie reali su beni materiali ed immateriali, crediti, e partecipazioni salvo reciprocità verso prestito obbligazionario;
- use of proceeds: che vincolano l'ammontare ricavato dall'emissione obbligazionaria verso le finalità prestabilite;
- change of control: diritto di rimborso dell'investitore di un importo prestabilito, qualora vi sia un cambiamento nell'assetto proprietario dell'emittente
- limitation on indebtedness: sono molto gradite clausole di mantenimento dei rapporti (Net Debt/Ebitda) e (Gross Debt/Ebitda) sotto soglie prefissate, da tenere monitorate semestralmente;
- limiti alle operazioni sul capitale e alla distribuzione dei dividendi.

Tutte le informazioni del tipo di mini-bond che l'emittente intende emettere devono essere riepilogate nel regolamento del prestito obbligazionario. Il documento contiene la revisione sulla base della prassi di mercato richiesta dagli investitori, la definizione del taglio minimo dell'obbligazione, la definizione del grado di *seniority* del bond, eventuali opzioni call/put e la definizione della finestra di collocamento.

Il terzo compito che spetta all'arranger è la redazione dell'*information memorandum* cioè la presentazione dell'attività aziendale, delle sue caratteristiche e dei suoi punti di forza e serve all'azienda per proporsi a potenziali investitori di capitale o finanziatori: è un vero e proprio strumento strategico di marketing dal quale dipende strettamente il buon esito dell'operazione. Il documento contiene:

- la sintesi della proposta, ovvero la ricerca di risorse finanziarie per mezzo dello strumento di debito dei mini-bond, inserendo le informazioni contenute nel regolamento del prestito obbligazionario;
- la ratio dal punto di vista dell'investitore per la quale l'investimento rappresenterebbe un'opportunità (il perché è attraente per l'investitore);

- l'analisi del mercato in cui opera l'azienda analizzando: dimensioni, trend, segmentazione della clientela, principali operatori, fattori critici di successo, internazionalizzazione;
- la descrizione dei prodotti e/o servizi che l'azienda offre alla sua clientela;
- l'analisi del posizionamento competitivo dell'azienda rispetto ai suoi concorrenti, quindi procedendo con un'analisi SWOT, elenco di marchi e brevetti, tecnologia e know how, controllo di qualità, infine un'indagine sul confronto tra caratteristiche, qualità, prezzo dei prodotti dell'azienda e differenze rispetto ai competitors;
- una descrizione organizzativa dello schema gerarchico delle risorse umane;
- redazione del piano di sviluppo industriale a medio-lungo termine realizzabile grazie all'operazione e di un piano economico finanziario coerenti tra loro.

Altre azioni di promozione che possono essere messe in atto sono: l'attestazione sulla trasparenza della *due diligence* effettuata e sulle procedure di rating eseguite, la presentazione del prestito obbligazionario tramite incontri one-to-one e road-show mirati presso gli investitori, la certificazione della reputazione e della credibilità della società emittente.

Alla fine di questo processo si può finalmente dare inizio all'operazione di emissione e di collocamento dei titoli obbligazionari.

4.6 La valutazione del rischio e l'assegnazione del rating

Il rating è un giudizio derivante dalla valutazione sulle capacità di un soggetto di adempiere ai propri obblighi finanziari: nel caso dei mini-bond sintetizza, quindi, la rischiosità degli strumenti che saranno immessi sui mercati. I rating di credito possono essere utilizzati per valutare il rischio di insolvenza di diversi soggetti: di debiti sovrani o di prodotti di finanza pubblica, di banche o altre istituzioni finanziarie, di singole imprese o di gruppi di aziende, di titoli obbligazionari e di prodotti di finanza strutturata.

Le società che si occupano della determinazione dei giudizi suddetti sono le agenzie di rating, soggetti accusati di essere stati principale causa della crisi finanziaria del 2008. Per questo motivo, il nuovo contesto normativo di riferimento, rappresentato dal Regolamento Europeo CE 1060 del 2009, ha determinato un mutamento importante, rispetto alla precedente disciplina, agendo in più ambiti. Le principali riforme implementate riguardano: l'attenuazione dei conflitti di interesse tra le divisioni di consulenza e quelle di assegnazione del rating e la relazione delle partecipazioni incrociate; l'elevata qualità e affidabilità dei giudizi assegnati e dei procedimenti utilizzati per determinarli; la trasparenza nei processi di assegnazione dei rating creditizi; l'obbligo di registrazione delle agenzie che intendono operare in Europa come Agenzie di Rating, pena l'invalidità del giudizio degli strumenti negoziati sui tali mercati (la registrazione comporta un complesso procedimento formale, nell'ambito del quale le agenzie devono osservare elevati standard organizzativi e di *governance* che garantiscano l'integrità, l'obiettività e la trasparenza del processo di rating).

Il 16 gennaio 2013 il Parlamento europeo ha approvato a larga maggioranza il testo di compromesso, concordato con il Consiglio dell'UE, che prevede, tra le altre cose:

- la creazione di un sistema di vigilanza centralizzato che riunisca in capo all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), le funzioni in materia di registrazione e vigilanza ordinaria delle agenzie che operano nell'UE nonché in materia di rating emessi da agenzie con sede in Paesi terzi che operano nell'UE dietro certificazione o avallo;
- il mantenimento in capo alle competenti autorità nazionali delle funzioni relative al controllo sull'uso dei rating di credito a fini regolamentari da parte di singole entità controllate a livello nazionale, quali istituti di credito o imprese di assicurazione;
- la pubblicazione dei rating non richiesti sul debito sovrano, in date prestabilite, solo due o tre volte l'anno, e solo dopo la chiusura dei mercati europei, o almeno un'ora prima dell'apertura;

- la possibilità per gli investitori di citare in giudizio un'agenzia, sia in caso di dolo sia per negligenza;
- l'obbligo di un'agenzia di rating del credito, al fine di prevenire i conflitti di interesse, di astenersi dal pubblicare un rapporto, o informare il pubblico sull'esistente conflitto d'interessi, nel caso in cui un azionista o un socio, in possesso di almeno il 10% dei diritti di voto, abbia investito nel soggetto valutato; inoltre, nessun soggetto potrà possedere più del 5% di diverse agenzie.

In Europa, dal 20 giugno 2013 è entrato in vigore, inoltre, un nuovo pacchetto di regole con l'obiettivo dichiarato di ridurre il “peso eccessivo” del rating, di ridisegnare il perimetro di azione delle agenzie, di ridurre ulteriormente i conflitti di interesse e infine di preparare il terreno per l'ingresso di nuovi operatori sul mercato.

Attualmente, in Europa sono registrate ventidue *Credit Rating Agency*, attive in 11 Paesi Membri. Di queste, solo le “tre sorelle” (Fitch, Moody's e Standard&Poor's) emettono rating per tutte le cinque classi considerate dall'ESMA: imprese non finanziarie, società finanziarie, assicurative, debiti sovrani e finanza pubblica, finanza strutturata.

4.6.1 Gli score e i credit rating: Cerved Group

In Italia l'agenzia che si occupa di valutare il merito creditizio delle PMI è principalmente Cerved Group. I sistemi di scoring e di rating di quest'ultima costituiscono una modalità efficiente di determinazione delle potenziali imprese, soprattutto quelle di piccola e media dimensione, alle quali può essere consentita l'emissione di mini-bond.

In generale, per *rating* consideriamo un'opinione sul grado di solvibilità di un'impresa, che esprime in modo sistematico la sua capacità di generare risorse sufficienti per ripagare i propri creditori in un arco di tempo determinato, prendendo in considerazione anche l'aspetto reputazionale dell'impresa. Per *score* s'intende, invece, un giudizio sintetico sul grado di solvibilità di un'impresa ma, a differenza del primo, rappresenta solo il

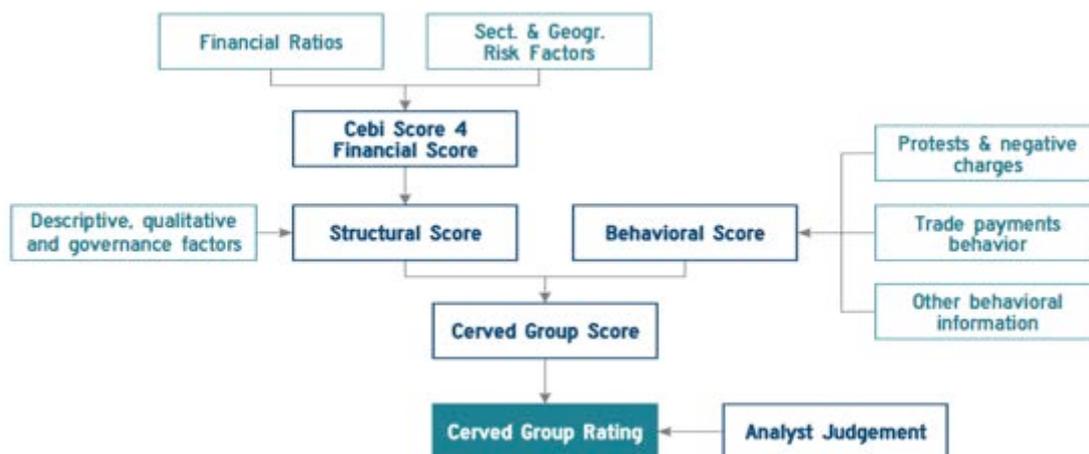
risultato di sistemi statistici basati sulle elaborazioni automatiche di dati quantitativi e qualitativi, senza l'intervento di un'analista.

E' importante, al fine della nostra analisi, individuare le modalità di assegnazione dei rating da parte di Cerved Group. Quest'ultima ha sviluppato una serie di modelli di rating differenziati per: dimensione, forma giuridica dell'impresa, diversa disponibilità e frequenza di aggiornamento dei dati, requisiti richiesti dalle normative vigenti per emettere i *rating unsolicited*, cioè quei giudizi non richiesti dall'impresa oggetto della valutazione, e i *rating solicited*, quelli invece richiesti dalla stessa impresa oggetto di valutazione.

In particolare, per l'emissione del rating delle società di capitale, a cui si rivolgono le norme sui mini-bond, Cerved Group ha sviluppato due diversi processi per il segmento large corporate (imprese che hanno oltre 150 milioni di euro di fatturato) e per il corporate e lo small business. I modelli statistici attingono a basi dati pubbliche e proprietarie e considerano un ampio set di variabili, che comprendono: profilo economico-finanziario desumibile tramite analisi di bilancio; prospettive macroeconomiche, settoriali e territoriali; profilo qualitativo dell'impresa ed elementi di governance tratti dagli archivi pubblici; eventi negativi quali: protesti, pregiudizievoli di conservatoria sull'impresa o su esponenti rilevanti, eventi di default (fallimenti o altre procedure), anche su imprese collegate; abitudini di pagamento nelle transazioni commerciali e altre informazioni raccolte da Cerved Group nei suoi archivi; esistenza di procedure di cassa integrazione; notizie di stampa.

Le variabili rilevanti entrano nei sistemi statistici di Cerved Group, consentendo di calcolare anche score parziali, che possono essere ricondotti a due aree: una che si riferisce alla valutazione comportamentale, e l'altra strutturale. (Tabella 12).

Tabella 12: Schema concettuale del Cerved Group Rating



Fonte: Produzione Cerved Group

Il primo tipo di analisi considera diversi aspetti che rappresentano gli elementi routinari delle relazioni con gli *stakeholders*: la regolarità dei pagamenti dell'impresa, le transazioni con i propri fornitori, gli eventi negativi come i protesti, casi di default o altri eventi di decadimento ed altri eventuali comportamenti anomali.

Il secondo tipo di valutazione, quella strutturale, invece, si basa:

- 1) sul Cebi-score4: il modello che sintetizza l'affidabilità economico-finanziaria dell'impresa desumibile dalle variabili di bilancio ed integrata dalle componenti geo-settoriali che tengono conto del rischio di settore e di area geografica; è strutturato su dieci classi, raggruppabili in un'area di solvibilità, in un'area di vulnerabilità e in un'area di rischio;
- 2) su altri indicatori qualitativi, per esempio: il posizionamento dell'impresa sul mercato e la sua posizione competitiva, le prospettive future dell'azienda e la qualità del management unita alla stabilità dell'assetto proprietario.

I punteggi, così desunti e calcolati, devono poi essere integrati nel *Cerved Group Score* (CGS), che individua, con il contributo di tutte le variabili statisticamente rilevanti, il grado solvibilità dell'azienda oggetto di valutazione.

Il CGS rappresenta il punto di partenza delle analisi e degli approfondimenti di un team costituito da 100 analisti, incaricati di esaminare le informazioni

di natura qualitativa e quantitativa, anche acquisite tramite il contatto diretto con l'azienda oppure indirettamente sul mercato, e che si occupano, infine, di emettere il *Cerved Group Rating* (CGR), che può confermare o differire, in parte, dal CGS.

Il CGR si basa su 13 classi di merito creditizio che vanno da A1.1 per il quale il giudizio sull'affidabilità dell'azienda è eccellente, per cui il rischio di credito è minimo e C2.1, rating che invece viene assegnato ad aziende con forti squilibri economico-finanziari e che hanno un rischio di credito molto elevato. Infine, nella classificazione non è prevista una specifica classe di rating per gli individui in default, correntemente denominato rating D (Tabella 13).

Le prime sei classi (da A1.1. ad A3.1) possono essere raggruppate in un'area denominata di "sicurezza", le successive due (B1.1 e B1.2) in quella di "solvibilità", da B2.1 a B2.2 l'area è di "vulnerabilità" e le restanti tre classi (da C1.1 a C2.1) costituiscono l'area di "rischio".

Generalmente, secondo la suddivisione classica, le classi tra A1.1 e B2.1 sono considerate *investment grade* mentre quelle successive rappresentano la sezione *speculative grade*.

Tabella 13: Classificazione Cerved Group Rating

Area	Naming	Descrizione
SICUREZZA	A1.1	Azienda di rilevanti dimensioni con un eccellente profilo. La capacità di far fronte agli impegni finanziari assunti è estremamente elevata.
	A1.2	Azienda di grandi dimensioni con un ottimo profilo. La capacità di far fronte agli impegni finanziari assunti è estremamente elevata.
	A1.3	Azienda medio / grande con un profilo molto buono. La capacità di far fronte agli impegni finanziari assunti è molto elevata.
	A2.1	Azienda caratterizzata da un buon equilibrio complessivo. Sono assenti segnali negativi significativi. La capacità di far fronte agli impegni assunti è sicuramente elevata.
	A2.2	Azienda caratterizzata da un buon equilibrio complessivo. Sono assenti segnali negativi significativi. La capacità di far fronte agli impegni assunti è sicuramente elevata.
	A3.1	Azienda caratterizzata da un buon equilibrio complessivo. Sono assenti segnali negativi significativi. La capacità di far fronte agli impegni assunti è sicuramente elevata.

SOLVIBILITÀ*	B1.1	L'azienda ha una buona capacità di far fronte agli impegni assunti. Tuttavia esistono alcuni elementi di fragilità / segnali critici che potrebbero pregiudicarne l'affidabilità e la sua capacità di onorare i debiti.
	B1.2	L'azienda ha una buona capacità di far fronte agli impegni assunti. Tuttavia esistono alcuni elementi di fragilità / segnali critici che potrebbero pregiudicarne l'affidabilità e la sua capacità di onorare i debiti.
VULNERABILITÀ*	B2.1	Sono rilevati segnali negativi, che indicano la vulnerabilità dell'azienda. Eventuali condizioni critiche potrebbero mettere a rischio la sua capacità di onorare i debiti nel medio periodo.
	B2.2	Sono rilevati segnali negativi, che indicano la vulnerabilità dell'azienda. Eventuali condizioni critiche potrebbero mettere a rischio la sua capacità di onorare i debiti.
RISCHIO	C1.1	Sono rilevati segnali negativi che indicano la difficoltà dell'azienda a onorare gli impegni assunti.
	C1.2	Sono rilevati seri segnali negativi che indicano la difficoltà dell'azienda a onorare gli impegni assunti.
	C2.1	L'azienda presenta forti squilibri economico finanziari e/o esistono seri elementi di rischiosità che pregiudicano in modo molto serio la capacità di far fronte agli impegni assunti.

Fonte: Produzione Cerved Group

4.6.2 *Il rating: unsolicited e solicited*

Nel caso l'emissione di un credit rating venga effettuata senza una particolare richiesta da parte dell'impresa valutata, questa si definisce rating unsolicited. Questi vengono comunicati ai clienti che sottoscrivono il servizio e, in via preventiva, alle entità valutate, che possono verificare l'esattezza dei dati e segnalare, entro 48 ore dalla ricezione della comunicazione del rating e utilizzando apposito modulo di rettifica dei dati, eventuali errori materiali nelle informazioni utilizzate per il rating.

L'output del processo di rating unsolicited è rappresentato: da un rating report approfondito contenente il risultato dei diversi ambiti di valutazione ed il giudizio espresso dal Dipartimento di Rating riguardo ai vari aspetti industriali, finanziari e di posizionamento competitivo oggetto di analisi; da dossier analitico istruttorio contenente le informazioni di dettaglio utilizzate per arrivare al giudizio di rating.

L'emissione di un rating solicited, invece, è caratterizzato da una preventiva richiesta da parte dall'impresa oggetto di valutazione e avviene generalmente nell'ambito di un processo che comprende le seguenti fasi:

1. Mandato: la società fa richiesta di un rating ad una agenzia determinata e formalizza in un documento scritto il mandato;
2. Raccolta delle informazioni: gli analisti raccolgono le informazioni rilevanti dagli archivi aziendali e richiedono all'azienda delle informazioni aggiuntive in modo tale da consentire il completamento e l'aggiornamento di un set di dati utili a una corretta valutazione del rischio di credito, quindi richiedono l'accesso a : business plan, budget, piani finanziamento in essere, prospetto centrale rischi;
3. Analisi dei dati da parte di un analista incaricato;
4. Visita in loco presso la sede della società valutata: l'incontro avviene tra gli analisti e le persone chiave dell'azienda come assetto gestionale e proprietario e vengono discussi gli aspetti più rilevanti al fine di valutare in modo quanto più veritiero i rischi a cui l'azienda è esposta;
5. Valutazione dell'azienda: sulla base dei dati e delle informazioni raccolte nei database societari o presso l'azienda da valutare, gli analisti elaborano un giudizio di rating che sottopongono al Comitato di Rating;
6. Confronto pre-emissione: gli analisti comunicano all'azienda il rating assegnato e le considerazioni che hanno portato a quella valutazione così da dare possibilità a quest'ultima di apportare rilievi al giudizio assegnato, qualora ci fosse disaccordo tra le parti;
7. Emissione: al termine del processo di valutazione, viene emesso il rating che diventa pubblico;
8. Monitoraggio: nei dodici mesi successivi all'emissione del rating, la società viene monitorata dell'agenzia di rating, cioè il rating può essere rimesso nel caso in cui l'agenzia entri in possesso di nuove informazioni atte alla modifica, in modo rilevante, del profilo di rischio dell'azienda.

L'assegnazione di un rating è fondamentale anche nel caso dei mini-bond. L'emissione di cambiali finanziarie o di obbligazioni rende, infatti, indispensabile fornire ai potenziali investitori delle informazioni approfondite sull'impresa, sulle sue esigenze finanziarie, sull'evoluzione del suo business. Una valutazione sintetica di affidabilità, cioè un rating, garantisce sia l'efficienza degli scambi sul mercato, sia la trasparenza per gli investitori, rendendo possibile il prestito obbligazionario anche nel caso delle imprese di dimensioni più ridotte.

4.7 Il percorso verso l'emissione e il ruolo dello studio legale

Prenderemo adesso in considerazione agli aspetti legali che il processo prevede: analizzeremo in dettaglio gli adempimenti che una società non quotata deve mettere in atto ai fini dell'emissione di mini-bond, quindi nell'ambito di operazioni, aventi ad oggetto gli strumenti ex decreto legislativo n. 83/2012, che prevedono l'ammissione alla negoziazione sul segmento professionale del Mercato ExtraMOT denominato "ExtraMOT PRO", organizzato e gestito da Borsa Italiana.

Per far questo le imprese si avvalgono della professionalità di studi legali specializzati che si occupano di predisporre importanti passaggi come: il regolamento del prestito, i documenti di ammissione alla quotazione dei mini-bond e il contratto di sottoscrizione tra emittente ed investitore.

Le fasi principali del processo sono ascrivibili a tre macro-classi :

1. Emissione dei mini-bond da parte della società emittente dopo aver adempiuto agli aspetti normativi e regolamentari richiesti;
2. Ammissione dei mini-bond alla negoziazione sul Segmento ExtraMOT PRO;
3. Immissione dei mini-bond nel sistema di gestione accentrata presso Monte Titoli.

4.7.1 L'emissione dei mini-bond

Affinché una società non quotata possa ammettere l'emissione di mini-bond è necessario il completamento di vari adempimenti:

1. Statuto: nel caso in cui l'emittente sia una società a responsabilità limitata, ex articolo 2483 del codice civile, deve essere espressamente previsto dallo statuto la possibilità per la società di emettere titoli di debito, inoltre all'interno dello stesso deve essere indicato l'organo competente a deliberare in merito all'emissione dei titoli di debito, nonché eventuali limiti, modalità e *quorum* necessari per la decisione.

Alla luce di ciò, qualora fosse necessario (prima dell'emissione dei mini-bond) poiché non previsto dallo statuto l'emissione di titoli di debito, è necessario che siano apportate modifiche statutarie che consentano l'emissione con l'adozione di una delibera dell'assemblea straordinaria dei soci il cui verbale sia redatto da un notaio. In tal caso, qualora l'organo competente a decidere in merito all'emissione dei mini-bond sia proprio l'assemblea dei soci, si può valutare con il notaio l'opportunità di riunire in un'unica assemblea dei soci le modifiche statutarie e l'autorizzazione all'emissione e all'ammissione dei mini-bond alla negoziazione sul Segmento ExtraMOT PRO.

Qualora invece la società considerata sia una società per azioni, ex articoli 2410 e seguenti, non occorre che lo statuto preveda espressamente la possibilità per la società di emettere obbligazioni poiché il tipo di finanziamento è peculiarità ascrivibile ad una Spa. La competenza nel deliberare in merito all'emissione di obbligazioni, in assenza di diversa disposizione statutaria, spetta, infatti, agli amministratori.

2. Deliberazione di emissione: gli organi competenti, per quanto detto sopra, deliberano in merito all'emissione dei mini-bond, all'ammissione degli stessi alla negoziazione sul Segmento ExtraMOT PRO e al conferimento dei poteri di esecuzione della delibera stessa. In caso di società per azioni, la deliberazione deve risultare da verbale redatto dal notaio ed essere depositata ed iscritta nel Registro delle Imprese a norma dell'articolo 2436 del codice civile. In caso di società a

responsabilità limitata, la deliberazione è iscritta a cura degli amministratori presso il Registro delle Imprese competente (comma 3 dell'art. 2483).

3. Libro delle obbligazioni/Registro dell'emittente: l'emittente deve istituire il cosiddetto "libro delle obbligazioni" (in caso di società per azioni) e il "registro dell'emittente" (in caso di società a responsabilità limitata) nel quale sono indicate le informazioni rilevanti ai fini dell'operazione: l'ammontare dei mini-bond emessi e di quelli estinti; il nominativo dei titolari dei mini-bond (in caso di titoli nominativi); i trasferimenti e i vincoli relativi ai mini-bond.
4. Regolamento del prestito: è importante che termini e condizioni relativi ai mini-bond emessi siano sintetizzati nel "regolamento del prestito", in qualità di modalità di finanziamento a titolo di debito. Il documento scritto dovrà contenere: le caratteristiche dei mini-bond quali natura, forma, importo, valore nominale e limiti di circolazione; le modalità di pagamento degli interessi e di rimborso della quota capitale; i diritti dei titolari dei mini-bond e gli obblighi ai quali si richiede che emittente adempia.
5. Contratto di sottoscrizione: è il negozio giuridico che deve essere stipulato tra emittente e sottoscrittore; il contratto si occupa di disciplinare le modalità, le condizioni ed i termini della sottoscrizione stessa e contiene, anche, le dichiarazioni, le garanzie, gli impegni e le clausole di indennizzo in favore degli investitori.
6. Incarico alla banca agente: l'emittente si occupa del conferimento dell'incarico di *agent*, tramite mandato, ad una banca. Quest'ultima si occupa, oltre alle mansioni richieste all'arranger, di svolgere tutte le attività relative al *servicing* del debito, quindi ai pagamenti dovuti dall'emittente in favore dei titolari dei mini-bond.
7. Certificati: nel momento dell'atto di emissione e sottoscrizione dei mini-bond, avviene la consegna da parte della banca agente al sottoscrittore di una serie di certificati: certificato di solvenza, con il quale il legale rappresentante della società attesta la solvibilità della società; il

certificato di vigenza rilasciato dalla Camera di Commercio di competenza che va ad attestare l'assenza di procedure di insolvenza nei confronti della società; e il certificato fallimentare rilasciato sezione competente del tribunale fallimentare che determina l'assenza di procedure concorsuali e fallimentari nei confronti della società.

4.7.2 Ammissione dei mini-bond alla negoziazione sul Segmento ExtraMOT PRO

Dall' 11 febbraio 2013, Borsa Italiana ha attivato il Segmento ExtraMOT PRO,⁹⁷ riservato agli investitori professionali per la negoziazione, tra gli altri strumenti, dei mini-bond. Affinché tali titoli di debito siano ammessi alla negoziazione sul nuovo segmento di mercato, l'emittente deve rispettare, in conformità con il regolamento del mercato ExtraMOT emanato dalla Borsa Italiana, prima e dopo l'ammissione alla negoziazione, una serie di adempimenti.

Prima dell'ammissione sono necessari adempimenti strumentali all'accesso al mercato considerato, perciò si considerano indispensabili i seguenti step:

a) Redazione del Prospetto o Documento di Ammissione: la società emittente deve redigere o un prospetto⁹⁸ conforme alle disposizioni e allegati applicabili del Regolamento CE n. 809/2004⁹⁹ o, in alternativa, un documento di ammissione¹⁰⁰ alla negoziazione contenente le informazioni indicate nelle linee guida del Regolamento ExtraMOT, su promozione di Borsa Italiana. Uno dei due documenti devono essere inviati in bozza a Borsa

⁹⁷ Del quale specificheremo meglio nel paragrafo successivo.

⁹⁸ Il prospetto redatto secondo gli schemi del Regolamento europeo "Prospetto" n.809/2004 conformemente agli Allegati VII, VIII, IX e XIII è un documento generalmente scelto dalle società medio-grandi che effettuano emissioni pubbliche di bond per importi che partono dai 200 milioni di euro circa.

⁹⁹ Il Regolamento della Commissione descrive le modalità di esecuzione della direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda: le informazioni contenute nei prospetti, il modello dei prospetti, l'inclusione delle informazioni mediante riferimento, la pubblicazione dei prospetti e la diffusione di messaggi pubblicitari.

¹⁰⁰ Il documento è redatto dall'emittente secondo le linee guida previste dal Regolamento ExtraMOT e rappresenta lo strumento scelto generalmente dagli emittenti di più piccole dimensioni con emissioni al di sotto dei 30 milioni di euro oppure in caso di private placement.

Italiana, affinché ne sia attestata la completezza delle informazioni contenute e possa essere accelerato il processo di accoglimento della domanda di ammissione;

b) Codice ISIN¹⁰¹: è obbligo dell'emittente richiedere alla Banca d'Italia l'assegnazione di un codice ISIN. La nuova procedura di assegnazione del codice è caratterizzata da due fasi distinte: compilazione e invio del modulo di richiesta di adesione al servizio di codifica degli strumenti finanziari disponibile sul sito web di Banca d'Italia¹⁰² e una volta ottenuto l'accesso, dopo circa 48 ore dalla richiesta, la società potrà richiedere l'attribuzione del codice ISIN;¹⁰³

c) Bilanci: l'emittente è tenuto a pubblicare i propri bilanci (anche consolidati, ove disponibili) relativi agli ultimi due esercizi annuali, di cui almeno l'ultimo sottoposto a revisione legale da parte di un soggetto terzo;

d) Richiesta di ammissione: deve essere redatta dall'emittente la domanda di ammissione alla negoziazione sul mercato relativo, sulla base del modello fornito da Borsa Italiana e facendola sottoscrivere dal legale rappresentante dell'emittente. In allegato devono essere presentati anche altri documenti quali: una scheda riepilogativa delle caratteristiche dei mini-bond secondo lo schema ed il formato definiti da Borsa Italiana in base alle caratteristiche dello strumento; il prospetto o il documento di ammissione ovvero

101 Il codice INIS è l'acronimo di *International Securities Identification Number*, questo identifica i valori mobiliari a livello internazionale. È utilizzato per identificare le azioni, obbligazioni, warrant, ETF e, per comodità, sebbene non siano titoli, anche gli indici azionari.

102 L'indirizzo dove è possibile trovare e compilare la richieste è http://www.bancaditalia.it/statistiche/racc_datser/antit-isin/isin/accesso-servizio/richiesta.pdf, questa deve essere in seguito inviata e sottoscritta con firma digitale all'indirizzo di Posta Elettronica Certificata res@pec.bancaditalia.it.

103 Per richiedere il codice è necessario inviare il Messaggio "Richiesta ISIN", avvalendosi dell'applicazione on line (FEAT) e seguendo le istruzioni pubblicate da Banca d'Italia sul proprio sito web. Al messaggio di richiesta di assegnazione del codice ISIN si devono allegare: il regolamento del prestito, il verbale dell'organo competente dell'emittente che ha deliberato l'emissione e, in caso di titoli di debito, una dichiarazione di accettazione del ruolo di sottoscrittori da parte di "investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali, ai sensi di quanto previsto dall'articolo 2483, comma 2, del codice civile.

Al momento della compilazione del messaggio "Richiesta ISIN" la documentazione viene considerata "provvisoria". La documentazione allegata dovrà poi essere ritrasmessa in formato "definitivo" quando disponibile. Ai fini della richiesta di attribuzione del codice ISIN, ciascuna società potrà valutare se delegare tale attività ad un referente, che (come confermato da Banca d'Italia) può essere anche esterno all'Emittente stessa.

l'indicazione dove è possibile reperire l'uno o l'altro; le condizioni dell'emissione ove non incluse nel prospetto o nel documento di ammissione.

e) Altra documentazione richiesta da Borsa Italiana: la società emittente deve sottoscrivere un contratto con uno SDIR¹⁰⁴ ai fini degli obblighi di informativa dell'emittente salvo il caso in cui l'azienda decida di pubblicare l'informativa prevista dal Regolamento ExtraMOT sul proprio sito Internet.

f) Pubblicazione del Prospetto o Documento di Ammissione: l'emittente dovrà quindi pubblicare il prospetto o il documento di ammissione, almeno 3 giorni prima della data prevista per l'ammissione alla negoziazione.¹⁰⁵

g) Accentramento presso Monte Titoli: Borsa Italiana verificherà la sussistenza delle condizioni richieste ai fini dell'ammissione alle negoziazioni e dell'avvenuto accentramento dei mini-bond presso Monte Titoli.

h) Avviso di negoziazione: Borsa Italiana, entro 7 giorni di mercato aperto dalla data di ricezione della richiesta di ammissione alla negoziazione, pubblicherà l'avviso di avvenuta ammissione dei mini-bond alla negoziazione sul Segmento ExtraMOT PRO e questi potranno essere scambiati dal secondo giorno di mercato aperto successivo alla data di pubblicazione di detto avviso.

Una volta che i mini-bond vengono ammessi a negoziazione sul mercato ExtraMOT PRO, saranno poi necessari adempimenti aggiuntivi da parte dell'emittente che dovrà pubblicare altre informazioni: il bilancio annuale sottoposto a revisione legale, senza indugio e in ogni caso non più tardi di sei mesi dalla conclusione dell'anno finanziario a cui è riferito; ogni informazione relativa all'emittente che possa avere un impatto sul prezzo dei mini-bond ammessi alla negoziazione; ogni modifica nelle caratteristiche dell'emissione nonché nelle modalità di esercizio dei diritti dei titolari dei mini-bond; l'informativa tecnica relativa ai mini-bond, come il procedimento per il calcolo degli interessi e la predisposizione del piano d'ammortamento,

104 I SDIR sono acronimo di Sistemi di Diffusione delle Informazioni Regolamentate e per operare sono autorizzati dalla Consob per diffondere le informazioni regolamentate di cui agli articoli 65 e seguenti del Regolamento Consob n. 11971/1999.

105 Non è richiesta la pubblicazione di un prospetto di quotazione ai sensi della direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (c.d. direttiva prospetti).

nonché l'eventuale rimborso anticipato dei titoli (in quest'ultimo caso la notizia deve essere pubblicata da Borsa almeno quattro giorni prima dell'evento, cioè il rimborso anticipato).

4.7.3 L'accentramento dei mini-bond presso Monte Titoli

Monte Titoli è il Deposito Centrale Titoli italiano, la sua funzione è quella del regolamento dei titoli. Poiché dal 1986 esso è diventato il depositario unico di tutti i titoli italiani, compresi quelli del debito pubblico è stata agevolata la dematerializzazione dei titoli, per mezzo della quale gli strumenti finanziari possono essere registrati anche solo su supporto informatico.

Ai fini dell'immissione dei mini-bond nella gestione accentrata presso Monte Titoli, è necessario che l'emittente adempia ad ulteriori esigenze normative: per prima cosa, deve provvedere all'apertura di un "conto emittente" presso Monte Titoli, nel caso in cui non ne possieda già uno; in secondo luogo deve inviare la richiesta di ammissione alla gestione accentrata a Monte Titoli.

La procedura di accentramento presso Monte Titoli si deve concludere in via anticipata rispetto alla decisione da parte di Borsa Italiana di ammissione dei mini-bond alla negoziazione sul Segmento ExtraMOT PRO.

4.8 La scelta della quotazione e il mercato di Borsa

I mercati obbligazionari gestiti da Borsa Italiana sono il MOT (Mercato Regolamentato) e l'ExtraMOT (Sistema Multilaterale di Negoziazione).

Dall'11 febbraio 2013, Borsa Italiana ha differenziato all'interno del mercato ExtraMOT un segmento professionale denominato ExtraMOT PRO per la negoziazione di strumenti finanziari di debito o project bond, riservato esclusivamente a investitori professionali.

Il nuovo segmento permette così, anche alle PMI italiane di quotare obbligazioni, cambiali finanziarie, strumenti partecipativi e project bond; nasce infatti per offrire un mercato nazionale che consenta di cogliere le opportunità e i benefici legali e fiscali derivanti dal nuovo quadro normativo previsto dal Decreto Sviluppo (decreto legge n. 83/2012) anche alle imprese

di più ridotte dimensioni, che rappresentano la maggioranza del nostro tessuto economico.

L’inserimento del segmento ExtraMOT PRO è tuttavia, una scelta concorrenziale di Borsa Italiana poiché allinea la sua offerta a quella di altre borse europee, come Luxembourg Stock Exchange e Irish Stock Exchange, consentendo alle imprese italiane di quotare i propri strumenti finanziari di debito su un mercato nazionale con la serie di vantaggi più volte ricordati. Il documento di ammissione può essere redatto in italiano o in inglese, in base alle necessità. In seguito alla quotazione è anche richiesta la pubblicazione di giudizi di rating, se pubblici, l’informativa relativa a qualsiasi modifica dei diritti dei portatori degli strumenti ed eventuali informazioni di carattere tecnico legate alle caratteristiche degli strumenti, quali date di pagamento degli interessi, cedole, piani di ammortamento.

Rispetto al Mercato Regolamentato, il Sistema Multilaterale di Negoziazione (MTF) nel quale è inserito l’ExtraMOT PRO, ha requisiti normativi e informativi meno stringenti come viene sintetizzato in Tabella 14.

Tabella 14: Mercati di riferimento in Italia



Fonte: Produzione KPMG, da “ Finanza per la crescita: corporate bond e strumenti alternativi”, 2013.

4.8.1 Le condizioni di ammissione e obblighi informativi

Affinché i nuovi strumenti finanziari siano ammessi a negoziazione sul nuovo segmento di mercato, gli emittenti devono rispettare alcuni requisiti formali dettati dal decreto sviluppo. In un primo momento sono richiesti pubblicazione e deposito dei bilanci degli ultimi due esercizi annuali di cui

almeno l'ultimo sottoposto a revisione legale. E' necessario inoltre almeno uno dei seguenti documenti: il prospetto o documento di ammissione¹⁰⁶o il documento d'offerta di cui all'art. 102 del Testo Unico della Finanza (TUF).

Considerando tipologia, caratteristiche e dimensioni dell'emittente e dello strumento finanziario in emissione, Borsa Italiana può richiedere ulteriori informazioni oppure, in alternativa, autorizzare l'omissione di alcune di esse.

In seguito alla richiesta di ammissione si impone la pubblicazione di:

1. Bilanci annuali revisionati entro 180 giorni dalla conclusione dell'esercizio di riferimento;
2. Informativa price-sensitive¹⁰⁷, cioè quelle informazioni relative, nel caso di emittenti di strumenti finanziari quotati, a fatti che accadono nella sfera di attività di tali operatori e che possono avere un impatto sui prezzi degli strumenti finanziari emessi o degli strumenti finanziari derivati connessi;
3. Informazioni relative a qualsiasi modifica dei diritti dei portatori degli strumenti;
4. Eventuali informazioni di carattere tecnico legate alle caratteristiche degli strumenti (es. date di pagamento degli interessi, cedole, piani di ammortamento).

106 Descritti nel paragrafo precedente. Nel caso in cui si voglia utilizzare il documento di ammissione, l'emittente dovrà indicare almeno le informazioni minime specificate nelle linee guida del Regolamento ExtraMOT, ovvero:

- persone con ruoli di responsabilità in azienda (Sezione 1 dell'Allegato IX);
- fattori di rischio (Sezione 3 dell'Allegato IX);
- informazioni sull'emittente (limitatamente alla Sezione 4.1 dell'Allegato IX Storia ed evoluzione dell'emittente);
- struttura organizzativa (Sezione 6 dell'Allegato IX);
- principali azionisti (Sezione 10 dell'Allegato IX);
- informazioni finanziarie riguardanti le attività e passività, la situazione finanziaria ;
- profitti e perdite dell'emittente (Sezione 11 dell'Allegato IX) in alternativa è allegato al documento di ammissione: l'ultimo bilancio;
- le informazioni riguardanti gli strumenti finanziari (Sezione 4 dell'Allegato XIII);
- l'ammissione alla negoziazione e modalità di negoziazione (Sezione 5 dell'Allegato XIII).

107 Ai sensi dell'art. 114 del D.Lgs. 58/1998 (Testo Unico della Finanza), i fatti che accadono nella sfera di attività degli emittenti quotati, non di pubblico dominio, debbono essere resi pubblici se idonei a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari. In sede di emanazione del Testo Unico della Finanza, il legislatore delegato, in considerazione dell'impossibilità di tipizzare tutti i possibili eventi price-sensitive, ha imposto un obbligo informativo di carattere generale rimettendo agli emittenti di valutare caso per caso l'idoneità del fatto ad influenzare sensibilmente il prezzo.

In aggiunta, laddove l'emittente o la singola emissione siano stati oggetto di rating pubblico, questo ed ogni successiva variazione dovranno essere resi noti al mercato (fase di monitoraggio).

La diffusione di queste informazioni è volta a tutelare il mercato e gli investitori assicurando ai medesimi un'adeguata conoscenza delle vicende che riguardano l'emittente quotato, sulla quale basare le proprie decisioni di investimento. Il fine di tali obblighi è anche quello di impedire che alcuni soggetti o categorie di soggetti possano avvalersi di informazioni non diffuse al pubblico dall'emittente per compiere operazioni speculative sui mercati a danno degli investitori che di tali informazioni non sono a conoscenza.

4.8.2 Gli strumenti finanziari ed Emittenti

Possono essere ammessi a negoziazione sul segmento ExtraMOT PRO gli strumenti finanziari emessi da società di capitali (società per azioni e società a responsabilità limitata), società cooperative, mutue assicuratrici o enti, inclusi gli enti locali o società da questi controllate ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile.

In particolare, le categorie di strumenti ammessi sono:

- cambiali finanziarie;
- obbligazioni corporate;
- obbligazioni e altri titoli di debito emessi ai sensi del d.lgs. 163/2006 e del d.l. n. 83/2012 come convertito dalla l. 134/2012 (c.d. Project Bonds);
- strumenti del mercato monetario così come definiti all'articolo 1, comma 1-ter del TUF, quali ad esempio i certificati di deposito.

Non sono previsti limiti di emissione ma la quantità è determinata dall'interesse del mercato.

4.8.3 La procedura di ammissione

La domanda d'ammissione deve essere inviata in forma cartacea ma può essere anticipata via email in formato elettronico. Il resto della documentazione (documento d'ammissione in pdf e il file excel) può essere inviato tramite email.

Borsa Italiana comunicherà il rigetto o l'accoglimento della domanda entro sette giorni di mercato aperto calcolati dalla data di conferma della ricezione della documentazione; è fatta salva l'eventualità di richiedere l'interruzione della procedura qualora emergessero esigenze informative particolari che rendessero necessarie nuove raccolte dati o documentazioni.

Nel caso di risposta positiva, quindi di ammissione a quotazione dei titoli emessi, a Borsa Italiana spettano gli aspetti formali: di comunicazione, con apposito Avviso, della data di inizio delle negoziazioni sul mercato e delle informazioni funzionali alle negoziazioni e di specifica, inoltre, delle modalità con le quali sono accessibili al pubblico, dei potenziali investitori, le informazioni richieste dal Regolamento del mercato e quelle ulteriori pubblicate dall'emittente.

Non c'è una scadenza particolare entro la quale l'emittente possa chiedere la quotazione sul mercato ma la società può farlo in qualsiasi momento, a partire dalla data di emissione stessa in poi. L'ammontare emesso e quotato corrisponde a quello effettivamente distribuito nel periodo, ovvero nei periodi, previsti per l'offerta.

4.8.4 Le modalità di negoziazione e vantaggi

Il segmento nuovo, accessibile ai soli investitori professionali, è stato creato al fine di fronteggiare i problemi di chiarezza, trasparenza, liquidità e rischiosità insiti nei mini-bond. Per le criticità degli investimenti obbligazionari con emittenti le PMI è stato introdotto l'obbligo, per la negoziazione nel segmento ExtraMOT PRO, di poter accettare ordini solo relativi a strumenti provenienti da investitori professionali, come regola generale di condotta degli operatori.

In considerazione delle caratteristiche dell'investimento, la nomina di un operatore specialista a sostegno della liquidità dei singoli strumenti finanziari è facoltativa.

I vantaggi derivanti dalla quotazione su ExtraMOT PRO sono molteplici e possono essere riassunti in:

- economicità: la negoziazione sul nuovo segmento di mercato è una modalità di accesso ai mercati dei capitali che permette di godere dei benefici fiscali dei grandi emittenti che si indirizzano principalmente in una riduzione dei costi diretti e bassi costi di *compliance*;
- flessibilità: i Decreti Sviluppo del 2012 e il Decreto Destinazione Italia hanno dato vita ad un approccio regolamentare meno burocratico e maggiormente adattabile alle esigenze delle società di medie e piccole dimensioni e degli investitori;
- visibilità: i nuovi tipi di titoli danno la possibilità di fungere da strumento di marketing per le nostre imprese sia dando la possibilità agli investitori nazionali di conoscere le realtà del tessuto economico italiano, sia facendo acquisire ai brand risonanza internazionale grazie all'ampia rete di intermediari connessi direttamente ed indirettamente al segmento di mercato creato *ad hoc*, incrementando, così, la visibilità presso il sistema finanziario, i clienti e i fornitori;
- efficienza: per prima cosa la nascita di un mercato di riferimento determina un'agevolazione negli scambi e, inoltre, la formazione del prezzo dello strumento, come in ogni mercato, sarà la sintesi di tutte le informazioni a disposizione degli operatori e quindi determinato dall'incontro di domanda-offerta.

4.9 Il ruolo delle garanzie

A causa della crisi finanziaria 2007-2008, sull'economia reale ha seguito una forte spinta recessiva, come abbiamo già evidenziato, che si è scagliata pesantemente contro il sistema bancario, determinando scompensi nei bilanci degli intermediari. Le reazioni delle banche, ma soprattutto delle

Autorità di Vigilanza, sono state quelle di incrementare le scorte liquide degli intermediari e aumentare il fabbisogno di capitale a fronte degli impieghi, incrementando i requisiti di capitale richiesti. Ne è derivata una forte restrizione del credito, che ha generato problemi in seno ai bilanci delle nostre imprese. Il credit crunch, cioè la diminuzione nell'offerta di prestiti da parte degli istituti creditizi, non ha riflettuto una pari riduzione della domanda o il manifestarsi del rischio di insolvenza, ma, piuttosto, si è configurato come espressione di politiche e vincoli interni alle banche medesime. L'effetto in Italia è stato amplificato anche dalle caratteristiche strutturali del sistema finanziario: un modello eccessivamente "banco-centrico", sprovvisto di mercati obbligazionari e azionari sviluppati, inadeguato nel fornire al sistema produttivo un'alternativa al credito bancario.

Per ridurre la dipendenza delle PMI italiane dal sistema bancario sono stati fatti alcuni interventi che hanno introdotto forme alternative di finanziamento orientate verso il mercato. Il legislatore si è accorto della rilevanza del rischio di insolvenza, soprattutto nel periodo successivo alla crisi finanziaria, e che quest'ultimo stava rappresentando l'ostacolo principale all'espansione del credito bancario. Per questo motivo, anche nel caso dei nuovi strumenti orientati al mercato, ha assunto particolare importanza, al fine di sostenere finanziariamente le imprese, l'adozione di interventi, per mezzo di meccanismi o soggetti, che consentono un innalzamento del merito creditizio delle imprese.

Poiché l'argomento delle garanzie riveste un ruolo importante, è utile fare una distinzione tra la rilevanza che le garanzie rivestono nel processo di emissione delle cambiali finanziarie, e quella che invece si deve attribuire alla generalità degli strumenti obbligazionari mini-bond. In quest'ultimo caso, infatti, il compito che le garanzie svolgono per supportarne l'operazione è meno dettagliato, poiché esentati, in sede di conversione in legge del Decreto Sviluppo, dall'obbligo di essere assistiti da uno sponsor al momento dell'emissione.

Ciononostante, la presenza di soggetti o meccanismi garanti a copertura del rischio, insito nell'emissione di titoli di debito da parte di PMI, costituisce un elemento determinante per il successo o l'insuccesso di questi strumenti presso gli investitori professionali. E' stato delineato un sistema delle garanzie, pubbliche e mutualistiche, per accompagnare lo sviluppo del mercato dei mini-bond, aumentando il merito creditizio dell'emittente, e, contemporaneamente, per favorire un frazionamento del rischio per quanto attiene gli impieghi dei confidi grazie ad una maggior diversificazione delle proprie attività caratteristiche.

- *Le cambiali finanziarie*

Ricorrere all'emissione di cambiali finanziarie, come abbiamo anticipato, è un'operazione che deve essere sottoposta a particolari requisiti dettati dalla norma¹⁰⁸:

- l'emissione deve essere assistita e supportata da uno "sponsor" (banca o impresa d'investimento, SGR, società di gestione armonizzata, SICAV) che collabora e accompagna l'emittente nella gestione della procedura di emissione¹⁰⁹;
- l'ultimo bilancio della società deve essere certificato da un revisore legale o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori legali;
- gli strumenti finanziari devono essere emessi e sottoscritti a favore di investitori qualificati, che non siano direttamente o indirettamente, tramite società fiduciarie o interposta persona, soci della società emittente. Anche ai fini della circolazione, gli strumenti finanziari possono essere scambiati solo tra investitori qualificati (c.d. collocamento riservato o private placement).

108 Inizialmente il Decreto Legge subordinava anche l'emissione di obbligazioni mini-bond alla presenza degli stessi requisiti. Tuttavia, nella conversione in legge del testo tali aspetti sono stati soppressi.

109 Secondo quanto disposto al comma 18 dell'art. 32 del Decreto Sviluppo e successive modifiche, tal requisito può venir meno per le società non quotate diverse dalle medie e piccole imprese, ossia le cd. grandi imprese non quotate. Queste potranno, infatti, decidere autonomamente se avvalersi o meno dei compiti previsti in capo allo sponsor nel contesto delle operazioni di emissione di titoli di debito.

Il rilievo assunto allo sponsor nell'operazione, limitato alla emissione di cambiali finanziarie, è quello di rappresentare un soggetto preposto all'avvicinamento delle piccole e medie imprese italiane verso il mercato del debito e alla conoscenza e apprezzamento anche da parte di potenziali investitori esteri. Il ruolo attivo nell'operazione è sottolineato anche dal fatto che i soggetti adibiti a tale compito sono tutti operatori appartenenti all'industria finanziaria e della gestione del risparmio, cosicché se da un lato l'offerta per le imprese aumenta, dall'altro tende ad accrescere la competitività sul nuovo mercato italiano delle emissioni societarie.

Ricordiamo che i compiti posti in capo allo sponsor sono i seguenti:

- assistenza e supporto dell'emittente durante emissione e collocamento ed eventuale quotazione dei titoli;
- mantenimento nel proprio portafoglio, fino alla naturale scadenza, di una quota dei titoli emessi¹¹⁰,
- segnalazione, per ciascun emittente, dell'eventuale superamento del totale dell'attivo corrente da parte dell'ammontare di cambiali finanziarie in circolazione, secondo l'ultimo bilancio approvato;
- classificazione degli emittenti, al momento dell'emissione, in almeno cinque categorie di standing creditizio (qualità creditizia ottima, buona, soddisfacente, scarsa, negativa) da mettere in relazione, per le operazioni garantite, con i livelli di garanzia elevata, normale, media.

Il ruolo dello sponsor, così istituzionalizzato, appare di fondamentale importanza per incentivare la disintermediazione dell'accesso al credito, portando le istituzioni creditizie, così, a diventare da diretti finanziatori a soggetti adibiti alla facilitazione dell'attività creditizia.

- *I mini-bond*

¹¹⁰ Le quote sono proporzionali all'entità delle emissioni : non inferiore al 5% del valore di emissione dei titoli, per le emissioni fino a 5 milioni di euro, al 3% del valore di emissione eccedente 5 milioni di euro, fino a 10 milioni di euro, in aggiunta alla quota precedente ed il 2% del valore di emissione eccedente 10 milioni di euro, in aggiunta alle quote anzidette.

Per quanto concerne l'emissione di mini-bond da parte delle PMI italiane, invece, il legislatore non ha previsto l'accompagnamento da parte di uno sponsor nelle fasi di emissione, collocamento o quotazione.

Le agevolazioni civilistiche e fiscali appaiono in linea con l'evoluzione verso la quale sembra muoversi l'interpretazione del nuovo concetto di attività creditizia, diversa da quella di attività riservata al solo sistema bancario¹¹¹. Infatti, la messa a disposizione di fondi a favore delle piccole e medie imprese non quotate mediante la sottoscrizione di mini-bond, quindi strumenti rivolti al mercato degli investitori professionali, non è riservata solo alle banche autorizzate in Italia, ma al pubblico più ampio della categoria degli investitori qualificati.

4.9.1 Le garanzie reali e personali

Un particolare ruolo nell'ambito dell'emissione di cambiali finanziarie e mini-bond è svolto da quei soggetti che forniscono garanzie.

I compiti delle garanzie nell'ambito della strutturazione di un'operazione di emissione obbligazionaria è definito dalla normativa civilistica dagli articoli 2410 e seguenti del codice civile, ma alcune importanti novità sono state introdotte, con specifico riguardo alle operazioni di emissione di mini-bond, dal Decreto Legge del 22 giugno 2012, n. 83 (Decreto Sviluppo) e dal Decreto Legge 23 dicembre 2013, n. 145, (Piano Destinazione Italia).

Per comprendere in modo corretto le innovazioni normative disposte dal legislatore, è fatto obbligo precisare, per prima cosa, l'importanza che talune forme di "assicurazione" del prestito obbligazionario possono avere sull'appetibilità di mercato dell'operazione di emissione. La presenza della garanzia a sostegno dell'operazione influisce in modo diretto: sulla rischiosità dell'operazione e sul suo merito creditizio, conseguentemente sui tassi di interesse passivi (cedola) pagati ai sottoscrittori e il tutto convoglia sulla sicurezza del rimborso del prestito a scadenza.

¹¹¹ Secondo quanto disponeva la norma dell'art. 10 del Tub.

Le garanzie ammissibili nelle operazioni di emissione di mini-bond possono essere di vario tipo, reali e personali. Particolare rilievo, in tale contesto, riveste la figura giuridica dell'ipoteca¹¹² e il disposto del comma 3, articolo 2412 (codice civile), in base al quale il limite di emissione pari al doppio del capitale sociale, riserva legale e riserva disponibile risultanti dall'ultimo bilancio, può essere superato qualora l'emissione sia garantita da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, fino a 2/3 del valore degli immobili medesimi. Appare, quindi, possibile strutturare emissioni di mini-bond anche attraverso la costituzione di portafogli di immobili oggetto di ipoteca. Altra tipologia di garanzia reale che può essere costituita nell'ambito di una operazione in mini-bond è il pegno¹¹³ istituito dal debitore o da un terzo soggetto per il debitore stesso. Tuttavia, diversamente da quanto avviene per l'ipoteca, la costituzione del pegno non consente di beneficiare di alcun vantaggio legale in termini di superamento dei limiti patrimoniali consentiti nell'emissione del prestito obbligazionario.

Alla luce delle recenti innovazioni normative, vale la pena di ricordare anche l'operazione di cessione di crediti di garanzia, che può avvenire sia nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione sia di factoring.

A tal proposito, il D.L. Destinazione Italia ha individuato come asset eligibili a garanzia dell'emissione di obbligazioni bancarie i crediti nei confronti delle PMI, insieme ai mini bond e a strumenti finanziari emessi da veicoli di cartolarizzazione aventi mini-bond come attivi sottostanti (c.d. obbligazioni bancarie collateralizzate).

112 Secondo l'articolo 2808 del codice civile, l'ipoteca è un diritto reale di garanzia che riguarda, principalmente, beni immobili o beni mobili registrati. Esso tuttavia non comporta la perdita del possesso da parte del debitore-proprietario del bene gravato da ipoteca, ovverosia dello stesso bene che è oggetto della garanzia.

113 Il pegno è un diritto reale di garanzia su un bene altrui, costituito per fungere da garanzia di un credito. Il diritto si costituisce per contratto e può avere ad oggetto beni mobili o crediti.

Nel primo caso, è un contratto reale (e alla consegna della cosa è equiparata la consegna del documento che ne conferisce l'esclusiva disponibilità). La consegna della cosa data in pegno comporta lo spossessamento del proprietario ed assolve la funzione di porre i terzi nella condizione di rendersi conto che si tratta di cosa della quale l'alienante non ha la piena disponibilità.

Nel secondo caso, è un contratto che si perfeziona solo con la notificazione del pegno al debitore del credito oggetto del diritto oppure con l'accettazione da parte di questo con scrittura avente data certa.

Nell'ordinamento italiano è regolato dagli articoli 2784 e seguenti del Codice civile.

In tema di garanzie reali, il decreto Destinazione Italia interviene, a modifica dell'articolo 46 del TUB "Finanziamenti alle imprese: costituzione di privilegi".

La norma, ante-decreto, prevedeva la possibilità di garantire i finanziamenti bancari a medio e lungo termine alle imprese, mediante la costituzione di privilegio¹¹⁴sui beni mobili destinati all'esercizio dell'impresa. Il D.L. estende tale possibilità anche alle obbligazioni e a titoli simili (mini-bond e cambiali finanziarie), nella misura in cui tali titoli siano sottoscritti esclusivamente da investitori qualificati e riservati alla circolazione soltanto presso tali investitori.

Il decreto specifica, inoltre, il requisito formale a pena di nullità, ovvero che il privilegio deve risultare per iscritto. Nell'atto devono essere esattamente descritti i beni e i crediti sui quali il privilegio viene costituito, la banca creditrice o, nel caso di obbligazioni e titoli simili, il sottoscrittore o i sottoscrittori di tali obbligazioni o un loro rappresentante, il debitore, il soggetto che ha concesso il privilegio, l'ammontare e le condizioni del finanziamento nonché la somma di denaro per la quale il privilegio viene assunto. L'adozione di questo tipo di garanzia speciale ad assistere l'emissione di prestiti obbligazionari dovrebbe avere come effetto quello di rendere l'investimento in tali strumenti più sicuro. Ciò consente, infatti, all'impresa di utilizzare i beni destinati al proprio processo produttivo per ottenere i necessari finanziamenti, senza privarsi degli stessi e fornendo una forma di garanzia più efficiente rispetto alle tipiche garanzie reali. Infatti, spesso le imprese possono essere in difficoltà nella sottoscrizione di una garanzia reale per le peculiarità delle stesse: da un lato le piccole e medie imprese spesso sono prive di beni immobili di particolare valore su cui poter costituire l'ipoteca e, dall'altro, lo spossessamento del bene, previsto in caso di pegno, può risultare incompatibile con la necessità di servirsi del bene nel processo produttivo.

¹¹⁴ Ai sensi dell'articolo 2745 del codice civile, il privilegio è una causa di prelazione accordata dalla legge al creditore in considerazione della particolare natura del credito.

Altre tipologie di garanzie che possono essere considerate in sede di strutturazione di una emissione di mini-bond sono quelle personali, quali il contratto di fideiussione e il contratto autonomo di garanzia, offerti da banche e intermediari finanziari.

Il ruolo di tali tipologie di garanzie è stato evidenziato dalle modifiche apportate dal Decreto Sviluppo in merito a tali figure giuridiche per le quali sebbene non siano specificate le indicazioni sulle possibilità a cui si possa pervenire nel caso di una emissione garantita di mini-bond, sono precisate le istruzioni circa la rilevanza che tali istituti giuridici hanno nell'ambito dell'emissione di cambiali finanziarie, ovvero di strumenti finanziari a breve termine del tutto simili, a norma del decreto stesso, alle obbligazioni.

Per le emissioni di cambiali finanziarie assistite da garanzia è stabilito il venir meno di alcuni requisiti richiesti per procedere all'emissione:

- qualora l'emissione sia assistita, in misura non inferiore al 25% del valore di emissione, da garanzie prestate da una banca, da un'impresa di investimento, da un confidi (relativamente alle cambiali emesse da società aderenti al consorzio) si può prescindere dall'obbligo di mantenimento nel portafoglio di uno sponsor di una quota di titoli emessi;
- inoltre, è previsto il venir meno dell'obbligo di certificazione del bilancio, per un periodo di 18 mesi, qualora l'emissione di cambiali sia assistita, in misura non inferiore al 50% del valore di emissione, da garanzie prestate da una banca, da un'impresa di investimento, da un confidi (relativamente alle cambiali emesse da società aderenti al consorzio).

Con riguardo alle emissioni di strumenti finanziari da parte delle PMI assumono particolare rilievo le possibili forme d'intervento pubblico e privato ed, in particolare: il regime operativo del Fondo di Garanzia per le PMI, l'attività di riassicurazione svolta da SACE, l'operatività dei confidi, delle banche e di altri investitori qualificati.

4.9.2 Fondo di Garanzia per le PMI

Il Fondo di Garanzia per le PMI costituisce una modalità di garanzia pubblica pertanto gode di tutti i vantaggi delle stesse: l'Unione europea e lo Stato Italiano affiancano le imprese con difficoltà di accesso al credito bancario poiché non dispongono di sufficienti garanzie. La garanzia pubblica, in pratica, sostituisce le costose garanzie normalmente richieste per ottenere un finanziamento. La garanzia si sostanzia in un'agevolazione del Ministero dello sviluppo economico, finanziata anche con le risorse europee dei Programmi operativi nazionali e interregionali 2007-2013, che può essere attivata solo a fronte di finanziamenti concessi da banche, società di leasing e altri intermediari finanziari a favore delle PMI. Il Fondo non si occupa di intervenire direttamente nel rapporto tra banca e impresa ma tassi di interesse, condizioni di rimborso e le altre clausole sono lasciati alla contrattazione tra le parti. Infine, la garanzia non è cumulabile con altri tipi di garanzie concesse al Fondo, infatti dallo stesso non possono essere acquisite garanzie reali, assicurative o bancarie.

Le imprese alle quali il fondo presta ausilio devono essere valutate in grado di rimborsare il finanziamento garantito, quindi devono risultare economicamente e finanziariamente sane sulla base di appositi modelli di valutazione che utilizzano i dati di bilancio o delle dichiarazioni fiscali degli ultimi due esercizi. Nel caso delle start up sono invece valutate sulla base di piani previsionali. Ovviamente, come esplica il nome del fondo, possono essere garantite le imprese che rispettano i parametri dimensionali PMI: singolarmente o tra loro consolidate debbono avere meno di 250 occupati, il loro fatturato deve essere inferiore ai 50 milioni di euro o, in alternativa, il totale di bilancio deve essere inferiore a 43 milioni di euro.

L'intervento del Fondo per le PMI è concesso, fino ad un massimo dell'80% del finanziamento, su tutti i tipi di operazioni sia a breve sia a medio-lungo termine, tanto per liquidità che per investimenti. L'importo massimo garantito è di 2,5 milioni di euro, tale somma costituisce un plafond che può essere utilizzato attraverso una o più operazioni, fino a concorrenza del tetto stabilito, senza un limite al numero di operazioni effettuabili. Il limite si

riferisce all'importo garantito, mentre per il finanziamento nel suo complesso non è previsto un tetto massimo.

Il Fondo di Garanzia¹¹⁵ per le PMI si inserisce nel contesto dell'emissione di mini-bond secondo due modalità differenti: un primo modo è quello di rappresentare un garante diretto a favore di banche (o pool di banche) e altri intermediari finanziari sottoscrittori degli strumenti, un altro, invece è quello di costituirsi come garante indiretto o contro-garante, cioè riassicurando le garanzie concesse all'emittente da un confidi. Inoltre, L'intervento del Fondo rappresenta una portata determinante anche ai fini della riduzione dell'assorbimento patrimoniale dei sottoscrittori e dei garanti, qualora questi siano soggetti sottoposti alla vigilanza prudenziale della Banca d'Italia.

Sono emerse però subito delle criticità: nel primo caso, cioè in quello della garanzia diretta, si era reso evidente come la normativa dovesse essere integrata; risultava opportuno ampliare i beneficiari dell'intervento del Fondo, ricomprendendo tra questi anche i soggetti richiedenti e investitori diversi dai soli intermediari creditizi e finanziari. Anche nel secondo, cioè quello della controgaranzia, avrebbe dovuta essere ampliata la capacità d'intervento del Fondo, prevedendo un innalzamento dell'importo massimo garantito per singola impresa emittente che era previsto nella misura di euro 1,5 milioni nel caso di operazioni di durata inferiore a 36 mesi e di euro 2,5 milioni nel caso di operazioni a più lungo termine.

A causa delle criticità che erano emerse in un primo momento, cioè con l'emanazione della normativa dettata dal Decreto Sviluppo, il Piano Destinazione Italia, si è occupato di integrare nuove disposizioni in caso di mini-bond. Il nuovo decreto prevede la possibilità per il Fondo di concedere garanzie dirette anche a favore di società di gestione del risparmio che, in nome e per conto dei fondi comuni di investimento da esse gestiti, sottoscrivano obbligazioni o titoli simili emessi da PMI; inoltre è precisato che la garanzia potrà essere concessa sia a fronte di singola operazione di sottoscrizione di obbligazioni o titoli simili sia per portafogli di operazioni.

¹¹⁵ Si segnala che finora è stata avanzata una sola richiesta di intervento del Fondo a garanzia diretta su un'emissione per il 100% sottoscritta dallo stesso istituto di credito richiedente.

Il Fondo per PMI potrebbe anche intervenire su cartolarizzazioni di portafogli di mini-bond ceduti a una società veicolo e in tale contesto lo stesso potrebbe intervenire mediante “garanzia di portafoglio”, acquisendo il rischio della tranche junior.

4.9.3 SACE

SACE è un gruppo assicurativo-finanziario, controllato al 100% da Cassa depositi e prestiti, attivo: nell'*export credit*, nell'assicurazione del credito, nella protezione degli investimenti, nelle garanzie finanziarie, nelle cauzioni e nel factoring.

Il Gruppo assume in assicurazione e/o in riassicurazione¹¹⁶ i rischi a cui sono esposte le aziende italiane nelle loro transazioni internazionali e negli investimenti all'estero.

SACE si colloca nel contesto di istituti che si occupano di fornire una sorta di garanzia pubblica, così identificata dalla partecipazione del 100% di CDP, a sua volta partecipata all'80% dal Ministero delle Economie e delle Finanze.

L'attività del gruppo, in merito all'emissione di mini-bond, è principalmente quella di riassicurare le obbligazioni e i titoli similari emessi, offrendo una garanzia nel limite del 70% del valore dell'emissione. La garanzia può essere sottoscritta ad aziende con programmi di internazionalizzazione ed una componente di fatturato estero superiore al 10% e il suo costo è variabile tra i 50 e i 200 punti base, a seconda dello standing creditizio e dello stato di solvibilità dell'impresa emittente.

4.9.4 Confidi e banche

Per quanto riguarda le iniziative private, un ruolo importante può essere svolto dai confidi e dalle banche. Infatti, in caso di sottoscrizione del prestito

¹¹⁶ La riassicurazione è una pratica assicurativa che non riguarda direttamente i consumatori, ma soltanto i rapporti tra le compagnie assicurative. Per riassicurazione si intende la riduzione dei rischi assicurati da una società assicurativa mediante la loro cessione a compagnie di riassicurazione, ossia società specializzate in questo ramo.

obbligazionario da parte di una banca (o pool di banche), il confidi¹¹⁷ può prestare garanzia per tutta o parte dell'emissione, anche con la possibilità di poter beneficiare dell'intervento in contro o co-garanzia del Fondo di Garanzia per le PMI.

In merito al ruolo dei confidi, tuttavia, esistono dei problema di inquadramento dell'attività di erogazione di garanzie nell'ambito dell'emissione di strumenti finanziari da parte delle PMI, per quanto previsto dalla circolare 216 della Banca d'Italia. Infatti, l'attività caratteristica di tali istituti viene definita come *"l'attività, nei confronti di imprese socie o consorziate, rappresentata dall'utilizzazione di risorse provenienti in tutto o in parte dalle imprese socie per la prestazione mutualistica e imprenditoriale di garanzie volte a favorirne il finanziamento da parte delle banche e degli altri soggetti operanti nel settore finanziario"*.

Le attività diverse da quella caratteristica devono essere contenute entro alcuni limiti quantitativi. L'Autorità di vigilanza sembra, pertanto, individuare una specifica finalità in capo allo strumento della garanzia che è quella di favorire il finanziamento da parte delle banche e la fornitura di garanzia per operazioni di emissione di strumenti finanziari.

Tale problematica, però è mitigata dal fatto che i sottoscrittori di strumenti finanziari, poiché investitori qualificati, rientrano nella quasi totalità nell'ambito dei soggetti operanti nel settore finanziario¹¹⁸. Rimane, comunque, da compiere un'evoluzione culturale nella visione strategica della garanzia mutualistica, fino ad oggi vista come un supporto al sistema del credito, ma, in prospettiva, utile per accompagnare le imprese socie anche nel

117 Confidi, acronimo di "consorzio di garanzia collettiva dei fidi", è un consorzio italiano che svolge attività di prestazione di garanzie per agevolare le imprese nell'accesso ai finanziamenti, a breve medio e lungo termine, destinati alle attività economiche e produttive. I confidi sono disciplinati dal Testo Unico Bancario (TUB) D.Lgs. 385 del 1993.

Tali istituti nascono come espressione delle associazioni di categoria nei comparti dell'industria, del commercio, dell'artigianato e dell'agricoltura, basandosi su principi di mutualità e solidarietà e successivamente, si sviluppano, anche grazie alle incentivazioni regionali, andando a costituire diversi organismi di garanzia, principalmente nell'artigianato ma anche nei comparti della PMI e dell'industria.

118 Tra gli investitori qualificati non rientrano nella definizione di intermediari finanziari ai sensi della normativa di vigilanza prudenziale le imprese di assicurazione; inoltre, possono non rientrare nella definizione di soggetti operanti nel settore finanziario anche i negozianti per conto proprio di merci e derivati su merci; gli agenti di cambio; gli altri investitori istituzionali.

percorso, più complesso, finalizzato al reperimento di risorse direttamente sul mercato dei capitali.

4.10 *Il costo dei mini-bond*

Il mini-bond non è una fonte di credito accessibile ad un costo inferiore rispetto a quello bancario. E', ovviamente, difficile fare una stima precisa del costo dell'emissione, ma è possibile ipotizzare che il tasso d'interesse sia l'Euribor 3 mesi al quale si aggiunge uno spread che si colloca entro una forbice variabile tra i 500 e gli 850 punti base, a seconda del merito creditizio dell'azienda.

Emettere un mini-bond con rating costa circa 60 punti base all'anno per un'emissione di durata cinque anni da 5 milioni di euro per un totale circa del 3% (nel caso delle cambiali finanziarie il costo in un anno, considerato tale per la caratteristica di finanziamento a breve termine, è di circa l'1,5%).

Grazie al risultato di un'indagine di *MF-Milano Finanza*, pubblicata il 18 gennaio 2014, e condotta tra i principali attori che entrano nel processo di strutturazione, emissione, collocamento ed eventuale quotazione di questi titoli, si sono tenuti in considerazione e conteggiati i costi degli operatori quali *advisor* finanziari e legali, banche, agenzie di rating, garanzie e quotazione sul segmento di mercato dell'ExtraMotPro di Borsa Italiana.

In primo luogo, si analizza il costo del *rating* che dipende dalle fattezze dell'azienda, in termini di dimensioni e complessità per esempio considerando il numero delle sedi e delle controllate. Prendendo come termine di paragone i prezzi applicati da Cerved Group, questi vanno dai 15 mila ai 50 mila euro, con gli stessi che restano analoghi anche per gli anni successivi, poiché all'inizio di ogni anno si procede a una revisione completa del rating, come richiesto dalla normativa.¹¹⁹

119 Se volessimo considerare altri termini di paragone i prezzi di *Crif Rating Agency* variano invece tra i 20 mila e i 40 mila euro per il primo anno e poi si riducono negli anni successivi di circa il 40%.

Un secondo elemento che pone aumenti di prezzo per l'emissione degli strumenti finanziari considerati è costituito dalle garanzie. Come abbiamo avuto modo di evidenziare queste sono: obbligatorie, in misura del 25% del valore emesso, nel caso in cui nell'operazione in cambiali finanziarie non sia stato implementato l'investimento da parte dello sponsor pari almeno al 5%; e facoltativa nel caso di emissione dei mini-bond. In ogni caso, però la garanzia risulta consigliata al fine di migliorare il rating degli strumenti emessi: comunque il costo risulta contenuto, in misura circa dei 2500 euro per i Confidi.

C'è poi da considerare il costo globale dell'emissione che, a seconda della taglia del bond e dei costi di *arrangement* ed *origination*, che può variare tra l'1,25% ed il 2%, ed è applicata una tantum sul valore dell'emissione e che comprende le consulenze, i costi legali, quelli di quotazione all'ExtraMOP PRO di Borsa Italiana, che invece comporta un costo, a sua volta di 2500 euro e va pagata una volta sola, non essendoci una fee annuale.

In sostanza il costo del denaro per la società emittente si collocherà mediamente tra il 7% e l'8%.

Tale costo è giustificato specialmente dalla remunerazione del premio di illiquidità del mini-bond per l'investitore, che è obbligato a tenere in portafoglio il titolo per un lungo periodo senza poterlo convertire in liquidità all'occorrenza, come anche dal rischio di default che è generalmente più alto per una PMI.

Inoltre, c'è da considerare che i fondi devono puntare a dare ai propri investitori rendimenti più alti del BTP decennale italiano, coprendo allo stesso tempo i propri costi operativi. Tutto ciò rende il mini-bond uno strumento di credito sostanzialmente più costoso di quello bancario, nel caso in cui, però quest'ultimo sia disponibile.

4.11 *Gli investitori qualificati*

Negli ultimi anni l'AIFI, associazione costituita da operatori di *private equity* e di *venture capital* operanti in Italia, ha supportato lo sviluppo del mercato dei

capitali alternativi al credito bancario in un momento molto delicato che ha caratterizzato e ancora contraddistingue la nostra economia: sia a causa delle contingenze in cui il sistema finanziario imperversa, rendendo difficile la raccolta di nuovi fondi, sia per altre criticità, che inficiano sul rischio-Paese, come l'incertezza del quadro giuridico e il peso degli adempimenti amministrativi richiesti agli intermediari.

Per favorire la raccolta, sono state intraprese rilevanti azioni di stimolo per attrarre l'interesse degli investitori istituzionali internazionali verso il nostro mercato e per rilanciare l'attività degli investitori istituzionali italiani da cui dipende a sua volta la capacità di attrarre fondi esteri.

Il mercato dei corporate bond delle PMI in Italia è ancora potenziale, le fasi che devono portare allo sviluppo quantitativo e qualitativo tale mercato si individuano nel "mercato primario", cioè un flusso di nuove emissioni di titoli obbligazionari e cambiali finanziarie di PMI in cui investiranno, per legge, solo gli investitori qualificati e il "mercato secondario", cioè la quotazione in borsa dei titoli emessi e la partecipazione degli operatori negli scambi¹²⁰.

Prendendo in considerazione la norma, l'investimento in mini-bond è riservato alla categoria degli Investitori Qualificati¹²¹ cioè:

(i) imprese di investimento, banche, agenti di cambio, società di gestione del risparmio (SGR), società di investimento a capitale variabile (SICAV), fondi pensione, imprese di assicurazione, società finanziarie capogruppo di gruppi bancari, soggetti iscritti negli elenchi previsti dagli articoli 106, 107 e 113 del D. Lgs. 1° settembre 1993 n. 385;

(ii) soggetti esteri autorizzati a svolgere, in forza della normativa in vigore nel proprio Paese di origine, le medesime attività svolte dagli investitori predetti;

(iii) fondazioni bancarie;

(iv) persone fisiche, persone giuridiche e altri enti in possesso di specifica competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dalla persona fisica o dal legale

120 "Rischi e opportunità dei minibond", Lucilla Incorvati, 23 marzo 2013, Sole24Ore.

121 Ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. h del D.M. 228/1999, "Regolamento recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento".

rappresentante della persona giuridica o dell'ente.

La ratio della norma è facilmente comprensibile: a causa delle dimensioni delle imprese che strutturano l'operazione di emissione di mini-bond e conseguentemente la possibilità di opacità delle informazioni, ci troviamo di fronte ad un mercato sostanzialmente caratterizzato da forte "illiquidità", ossia dal fatto che risulta difficile vendere il titolo sottoscritto a prezzi coerenti con le condizioni dell'impresa emittente e del mercato. E' necessario, dunque, che gli investitori siano operatori qualificati in grado di valutare autonomamente l'azienda, a quali condizioni emette e quali i relativi rischi da sostenere. Nel quadro individuato, c'è un'opportunità indiretta anche per l'investitore privato: fondi pensione, assicurazioni, fondazioni, fondi comuni di investimento hanno ulteriori possibilità di diversificazione nelle nuove combinazioni rischio-rendimento nel mercato dei mini-bond. Attualmente, possono partecipare comunque i privati "autocertificati" come qualificati, soggetti privati (con patrimoni consistenti) che si dichiarano in grado di valutare in modo professionale tali operazioni finanziarie.

Lo sviluppo del mercato dei mini-bond tuttavia, prima che il Piano Destinazione Italia intervenisse, aveva ancora due ostacoli principali.

Il primo limite era rappresentato dal fatto che i mini-bond si trovavano a fronteggiare una sostanziale dipendenza dal credito bancario: infatti, il trattamento fiscale sulle garanzie favoriva i prestiti bancari poiché alle garanzie a copertura degli stessi si applicava un'imposta sostitutiva, mentre per le obbligazioni emesse da società non quotate le garanzie richieste erano tassate con aliquota piena. Dopo l'intervento del nuovo decreto del 2013, il credito bancario e le obbligazioni sono equiparati nella fiscalità delle garanzie.

Il secondo ostacolo, invece, si riferiva più propriamente ai soggetti investitori ed in particolare alle norme prudenziali per le compagnie di assicurazione che limitavano il mercato degli investitori. Dopo l'approvazione del decreto Destinazione Italia, è previsto che le quote di fondi comuni di credito e i titoli derivanti da cartolarizzazioni possano costituire attivi ammessi a copertura delle riserve tecniche delle imprese di assicurazione. Per favorire lo sviluppo

di tale mercato, il decreto prevede anche che queste obbligazioni possano essere poste a garanzia dei *covered bond*, obbligazioni bancarie garantite, emessi dalle banche e già oggi acquistabili da un'ampia platea di soggetti istituzionali, e possano costituire oggetto di cartolarizzazione (strumento favorito in diversi modi dal decreto). Queste novità pongono le basi affinché in Italia si possa sviluppare un mercato fiorente dei mini-bond al quale possono affluire numerose tipologie di investitori.

In sintesi, il Decreto Destinazione Italia (D.L. 145/2013) si occupa di includere alcune misure per favorire il credito alle imprese, consentendo l'accesso a strumenti di finanziamento alternativi al tradizionale canale bancario, in particolare favorendo l'utilizzo di operazioni di cartolarizzazione ed emissione di titoli obbligazionari. Le misure incluse nel Decreto sono dichiaratamente volte a favorire tali tipi d'investimenti da parte delle imprese di assicurazione, dei fondi pensione e degli enti pubblici previdenziali ed assicurativi.

4.11.1 Banche

Le banche sono istituzioni che possono essere qualificate come: aziende di produzione che operano sistematicamente e a proprio rischio nel campo del credito, raccogliendo risorse finanziarie presso il pubblico ed erogando risorse finanziarie a titolo di credito.

La definizione sottintende l'importante funzione che la banca svolge ovvero la funzione creditizia. L'istituzione si propone, infatti, come erogatore di denaro, sotto forma di prestito, agli operatori che si trovano in condizione di fabbisogno finanziario positivo. Le risorse apportate derivano dal rapporto di fiducia che si viene a instaurare col pubblico dei risparmiatori che depositano presso la banca il loro denaro. Quindi, la banca acquisisce risorse finanziarie a certe condizioni (tassi di interesse passivi) e lo eroga ad altre condizione (tassi di interesse attivi) guadagnando così un margine (in bilancio: margine

di interesse).¹²²

Sinteticamente la banca si pone come intermediario tra le unità in *surplus* e quelle in *deficit* che nelle economie moderne sono rispettivamente le famiglie e le imprese.

Allo stesso tempo, la banca interviene nel regolamento degli scambi poiché la forma tipica di passività bancaria, rappresentata dai depositi rimborsabili a vista, è comunemente accettata quale mezzo di pagamento sotto forma di moneta bancaria: si viene a definire così anche la seconda caratteristica delle banche, ovvero la funzione monetaria.

Le due funzioni, monetaria e creditizia, rappresentano la condizione necessaria e sufficiente alla base dell'attività bancaria.

Oltre a questo la banca sviluppa anche tutta una serie di servizi che, in vista delle nuove strategie di differenziazione impiegate per fronteggiare crisi e competizione, stanno diventando sempre più centrali nell'offerta bancaria.

Per quanto riguarda gli strumenti dei mini-bond, il ruolo svolto dalle banche è molto importante soprattutto nelle fasi di decisione, emissione, collocamento e quotazione. Le stesse hanno, infatti, la facoltà di agire sia come arranger dell'operazione, ma soprattutto come investitori, rappresentandone la tipologia più tradizionale e per eccellenza: in primo luogo, per gli elevati rendimenti dei quali possono giovare ed inoltre, perché tali titoli possono rappresentare un buono strumento utilizzato come *collateral* nelle operazioni di rifinanziamento della BCE. I piani di LTRO, cioè *Long Term Refinancing Operation*, sono delle operazioni di mercato aperto¹²³ condotte dalla Banca centrale europea per la gestione dei tassi di interesse e della liquidità nell'Eurozona. In particolare l'Eurosistema è dotato di cinque tipi di strumenti, il più importante dei quali è lo strumento delle operazioni pronti contro termine. Si tratta di strumenti di gestione del

122 Dagli artt. 10 e 11 del TUB si ricava una duplice riserva di attività a favore delle banche: quella dell'esercizio dell'attività bancaria (funzione creditizia) e quella della raccolta tra il pubblico (funzione di deposito o di raccolta).

123 Nello specifico le operazioni di mercato aperto si suddividono in quattro diverse tipologie: *Main refinancing operation*, *Longer-term refinancing operation*, *Fine-tuning operation* e *Structural operation*. Quelle da noi considerate sono le *Longer-term refinancing operation*, sono normalmente delle transazioni tese a fornire liquidità al sistema e di regola sono condotte con cadenza mensile e scadenza a tre mesi. E' però possibile che le LTRO avvengano anche a intervalli irregolari e con altre scadenze ad esempio sei mesi o dodici.

denaro a breve basati sull'acquisto o la vendita di un bene con l'obbligo di una restituzione o rincasso a termine considerando in aggiunta un interesse pattuito. L'operazione costituisce così, una vendita o acquisto di liquidità a certe condizioni, in modo tale da permettere alla banca centrale di regolare la liquidità generale del sistema.

Per richiedere questa tipologia di finanziamento le banche devono però apportare dei titoli a garanzia del prestito. In un primo momento, erano stati individuati solo strumenti di buonissima qualità come ad esempio i *Government bond*, *Bank bond* o *bond* di aziende molto solvibili, poi invece, per agevolare la liquidità nel sistema, il mercato dei *collateral* si è aperto anche a titoli più rischiosi come le *Asset-backed securities (ABS)*; per questo motivo anche i mini-bond potrebbero farne parte.

Un altro caso di incentivo all'investimento in mini-bond è l'inclusione delle obbligazioni e i titoli similari e altre tipologie di attivi creditizi (in particolare i crediti alle PMI) tra quelli idonei a essere posti a garanzia di obbligazioni bancarie collateralizzate.¹²⁴ Queste tipologie di attivi erano escluse da quelle ammissibili a garanzia di emissione di obbligazioni bancarie garantite di cui all'articolo 7 bis della Legge 30 aprile 1999, n. 130 (c.d. *covered bonds*).

4.11.2 Assicurazioni

Le compagnie di assicurazione sono un tipo particolare di intermediario finanziario che svolge la sua attività ordinaria basandosi su contratti di assicurazione. L'assicurazione, ai sensi dell'articolo 1882 del codice civile, è il contratto mediante il quale l'assicuratore, verso pagamento di un premio, si obbliga a rivalere l'assicurato, entro i limiti convenuti, del danno ad esso prodotto da un sinistro (assicurazione contro i danni), ovvero a pagare un capitale o una rendita al verificarsi di un evento attinente alla vita umana (assicurazione sulla vita).

Il contratto è caratterizzato da un particolare oggetto: il rischio puro. Per tale motivo, il contratto si definisce aleatorio, in quanto la prestazione o la

¹²⁴ Modifica proposta al comma 1, (lettera h), articolo 12, D.L. 145/2013.

controprestazione non solo possono non essere esattamente determinate, ma il loro stesso avverarsi dipende da un fattore d'incertezza.

Tale tipo di rischio è definito come “rischio assicurato” e con lo stesso intendiamo quell'elemento d'incertezza futuro che costituisce la ragione stessa del contratto e determina l'entità del premio: più sarà elevata la probabilità di accadimento di evento negativo, quale il rischio assicurato, maggiore sarà il premio richiesto per la stipula del contratto.

Il processo assicurativo può individuarsi, seguendo un approccio di tipo “industriale”, nella produzione di un bene immateriale rappresentato dalla “copertura assicurativa”, ossia nella garanzia, da parte dell'assicuratore, di rivalere l'assicurato al momento del verificarsi di un determinato evento, a fronte del pagamento di un premio. Pertanto sotto il profilo giuridico i prodotti in questione si configurano nei singoli contratti e il ciclo costi-ricavi è ribaltato rispetto a quello delle altre imprese di produzione; infatti la compagnia assicurativa prima riceverà un flusso in entrata caratterizzato dal premio (costo del prodotto assicurativo) e in via postergata, con una certa probabilità, sosterrà un costo (rimborso dell'assicurato).

Per quanto attiene al mercato di riferimento, quello assicurativo si differenzia da quello bancario per natura e durata del fabbisogno di servizi finanziari da parte dell'operatore famiglia. Esistono, invece, aspetti legati all'intermediazione assicurativa che risultano analoghi a quelli che si riscontrano in altri settori del sistema finanziario: l'attività di raccolta presso il pubblico (premi) e l'impiego degli stessi (riserve tecniche) in attività reali e/o finanziarie, il grado di rischio dei portafogli di *assets* costituiti dai finanziamenti erogati a titolo di credito e dalle partecipazioni al capitale di rischio, la rilevanza della solidità finanziaria dell'impresa.

In tema di mini-bond assume rilevanza il ruolo delle riserve tecniche, le quali costituiscono la fonte di finanziamento da utilizzarsi in impieghi reali e finanziari

nel periodo di tempo che intercorre tra l'incasso del premio e l'effettivo esborso per il servizio assicurativo.

Nella lista degli attivi ammessi a copertura delle riserve tecniche,¹²⁵ si intende inserire una nuova classe di investimenti¹²⁶ che includa le obbligazioni e i titoli simili¹²⁷ cioè le obbligazioni emesse da società non quotate, ad eccezione di banche e micro-imprese, incluse obbligazioni con clausole di subordinazione e di partecipazione. In particolare:

- l'investimento in tale nuova classe di attivi è ammesso entro il limite del 3% delle riserve tecniche da coprire;
- tali titoli sono ammissibili a copertura delle riserve tecniche anche se non negoziati in un mercato regolamentato; inoltre vengono eliminati i requisiti legati alla anzianità di costituzione dell'impresa, alla certificazione del bilancio, alla durata residua dell'obbligazione.¹²⁸

Inoltre, il Piano Destinazione Italia, propone anche l'ulteriore inserimento di una nuova classe di investimenti¹²⁹ che includa la nuova tipologia di operazioni di cartolarizzazione di obbligazioni¹³⁰. In particolare:

- l'investimento in tale nuova classe di attivi è ammesso entro il limite del 3% delle riserve tecniche da coprire;
- le nuove cartolarizzazioni sono esenti dai requisiti di rating previsti per gli investimenti in cartolarizzazioni *ex* Regolamento IVASS 36/2011, rimanendo comunque in vigore i requisiti legati alla priorità di emissione e al rimborso a scadenza del capitale previsti per altre tipologie di cartolarizzazioni;
- la nuova classe di attivi include anche operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto obbligazioni e titoli simili, nel rispetto delle condizioni previste dal comma 1 bis dell'art. 1 della L. 130/99 come emendata dal Decreto.

125 Agli art. 17 e 23 del Regolamento IVASS 36/2011, rispettivamente per le gestioni vita e danni.

126 Voce del bilancio A1.2d.

127 Le obbligazione e i titoli simili sono quelli identificati ai commi 19 e seguenti dell'art. 32 del D.L. 83/2012, convertito, con modificazioni, dalla L.134/2012.

128 I requisiti ricordati sono attualmente previsti dal Regolamento 36/2011 per altre tipologie di obbligazioni.

129 I quali andranno a costituire la voce di bilancio A1.9.

130 La nuova categoria di obbligazioni cartolarizzate è quella prevista dal comma 1-bis della L.130/99 come emendata dal Decreto.

4.11.3 Gestioni patrimoniali e OICVM

La gestione patrimoniale è un servizio offerto da un intermediario finanziario, ovvero società di gestione del risparmio e banche, ad un cliente che effettua un conferimento di denaro e nell'ambito di alcune linee guida, più o meno vincolanti, dà mandato all'intermediario di gestire il capitale con l'obiettivo di ottenere una rivalutazione dello stesso.

I servizi di gestione patrimoniale mobiliare, GPM, sono considerati interessanti per il risparmiatore che può delegare la gestione del proprio denaro avvalendosi della professionalità di figure specializzate. Al fine di differenziare le gestioni, in base alle aspettative di rendimento dei clienti e alla loro propensione al rischio, è nato un ampio ventaglio di servizi con caratteristiche e gradi di complessità diversi per rispondere ai vari profili della clientela.

L'aspetto di maggior rilevanza del servizio è rappresentato dal fatto che il capitale è gestito in modo individuale rispetto a quello conferito da altri clienti,¹³¹ al contrario di quanto accade nei fondi comuni¹³², nei quali il capitale partecipa a un monte collettivo in cui l'individualità del conferimento si smaterializza.

Un'altra caratteristica distintiva è data dal fatto che il risparmiatore, pur concedendo un mandato al gestore, che deciderà direttamente come e quando investire e disinvestire, può indicare le caratteristiche di gestione del

131 Per avvalorare l'individualità che caratterizza la gestione patrimoniale, esiste un conto intestato al cliente e tutte le operazioni sono registrate a nome del risparmiatore.

132 I fondi comuni di investimento sono istituti di intermediazione finanziaria che hanno lo scopo di investire i capitali raccolti dai risparmiatori al fine di creare valore per clienti e gestori del fondo.

Le principali componenti che caratterizzano un fondo comune di investimento sono:

- fondisti: risparmiatori che investono nelle attività del fondo acquisendone quote tramite i propri capitali;
- società di gestione: fulcro gestionale dell'attività del fondo con funzione di avviare il fondo stesso, di stabilirne il regolamento e di gestirne il portafoglio;
- banche depositarie: custodi materiali dei titoli del fondo e delle liquidità di cassa e controllori della legittimità delle attività svolte dal fondo.

I costi sostenuti da chi entra in un fondo comune di investimento sono i seguenti: commissione d'ingresso, commissione di gestione, extra-commissione di performance.

Quotidianamente è pubblicato sui giornali il valore unitario di ogni singola quota dei diversi fondi.

Infine si possono distinguere i fondi in base agli assets in cui investono identificando così: fondi azionari, obbligazionari e bilanciati.

capitale personalizzando il rapporto con l'intermediario e andando a determinare un comportamento a metà tra autogestione e investimento in fondi. Al contrario, in quest'ultimo caso, il risparmiatore non può suggerire le modalità di impiego dei capitali al gestore ma soltanto scegliere il tipo di fondo in cui preferisce investire.

Mentre nel caso appena citato i mini-bond possono rappresentare uno strumento importante perché agevolano la diversificazione dei portafogli dei risparmiatori e individuano una combinazione rischio-rendimento appetibile, più interessanti sono sicuramente le novità legate ai c.d. OICVM, cioè organismi che si occupano di investimenti mobiliari (fondi aperti e chiusi, sia italiani che esteri), e società di investimento a capitale variabile (Sicav). Questi intermediari finanziari sono disciplinati dal DLgs. 58/1998 e dal recente D.L. 47/2012, grazie a questo, le SGR, con un apposito attestato di qualifica, hanno la possibilità di costituire e gestire tali organizzazioni in diversi Stati membri della UE. Tra gli OICVM di maggior rilievo per la norma si individuano Fondi Pensione, Family Offices e Hedge Funds.

I Fondi Pensione sono quegli organismi che erogano trattamenti pensionistici complementari del sistema pensionistico obbligatorio. La loro funzione è sia previdenziale per la realizzazione, in concorso con la previdenza obbligatoria, degli obiettivi di cui all'art. 38 della Costituzione, sia di tipo economico-finanziario. Per l'ingenza delle risorse a disposizione di tali enti questi sono considerati investitori istituzionali assimilabili a fondi comuni per la gestione collettiva dei capitali e l'investimento a lungo termine da parte dei risparmiatori.

I *Family Offices* sono società di servizi che gestiscono il patrimonio di una o più famiglie facoltose, sia in modo collettivo che individuale, agendo come centro di coordinamento per la gestione finanziaria e amministrativa delle stesse. Tali soggetti, svolgono tre funzioni principali: pianificazione e consulenza finanziaria, fiscale, strategica; gestione di investimenti con servizi di asset allocation, risk management, analisi e due diligence degli investimenti; infine, servizi di amministrazione dai rapporti con i fornitori di servizi e membri della famiglia alla contabilità.

Gli *Hedge funds* sono fondi speculativi che hanno l'obiettivo di produrre rendimenti costanti nel tempo, con bassa correlazione rispetto all'andamento del mercato di riferimento. I mezzi utilizzati sono investimenti che singolarmente hanno un elevato rischio finanziario ma contemporaneamente incorporano la possibilità di rendimenti molto elevati, e che grazie alla forte diversificazione degli investimenti danno la possibilità che il buon esito di una operazione vada a bilanciare le altre con esito negativo.

Tali enti sono contraddistinti dal numero ristretto di soci partecipanti e dall'elevato investimento minimo richiesto, sono inoltre caratterizzati da:

- tecniche e strumenti di gestione avanzati, spesso non adottabili dai fondi comuni per motivi regolamentari, come: vendita allo scoperto, strumenti derivati, opzioni, hedging e una elevata leva finanziaria. ;
- struttura commissionale basata su una commissione di gestione annua circa del 2% e una commissione di *performance* solitamente del 20%;
- l'investimento nel fondo speculativo di una quota rilevante di capitale da parte *dei gestori, per disincentivare gli stessi da comportamenti opportunistici.*

L'interesse di queste tipologie di investitori varierà a seconda delle caratteristiche del bond emesso quindi in base ad ammontare, garanzie, settore e rendimento.

Il decreto Destinazione Italia, per incentivare le tipologie di investitori istituzionali di cui sopra alla sottoscrizione di mini-bond, propone agevolazioni fiscali di non applicazione della ritenuta del 26% qualora gli OICVM sottoscrivano direttamente obbligazioni emesse da società non quotate e allo stesso modo quando quest'ultimi sottoscrivano *notes* emesse da SPV che in via prevalente si occupano di investimenti in titoli obbligazionari.

Inoltre, il decreto favorisce il collocamento, con sottoscrizione per esempio da parte delle compagnie assicurative, di quote di fondi comuni che investono prevalentemente in obbligazioni e in titoli simili di cui ai commi 19 e seguenti dell'art. 32 del D.L. 83/2012 e strumenti derivanti da operazioni di cartolarizzazione delle stesse obbligazioni e titoli simili:

ritenendo non necessaria la creazione di nuove categorie di attivi, in quanto tali investimenti possono essere inseriti nelle classi già esistenti in relazione alla prevalenza dell'investimento; prevedendo l'elevazione del limite dell'1%, previsto come soglia di concentrazione in un unico fondo, al 3% nel caso di fondi che investono prevalentemente in obbligazioni e cartolarizzazioni disciplinati dal Decreto Sviluppo.

Capitolo 5: Mini-bond: strumenti di finanziamento alternativi

5.1 Fondi mini-bond: credit funds

I fondi utilizzati fino ad ora quali aggregatori di strumenti finanziari come mini-bond e titoli simili sono i fondi di debito riservati chiusi¹³³, anche conosciuti con il termine inglese di *credit funds*.

Per fondi chiusi si considerano quei fondi comuni di investimento con un numero di quote di partecipazione fisso. In questa tipologia di fondo il diritto di rimborso dei partecipanti avviene solo per date predeterminate ma le limitazioni non ostacolano lo scambio delle quote dei partecipanti sul mercato. Caratteristica importante è costituita dal fatto che le oscillazioni del valore di mercato delle quote del fondo non possono ridurre il patrimonio dello stesso perché il loro riscatto è definito. La scadenza di questa tipologia di veicoli è di lungo periodo, solitamente tra i 10 e i 15 anni, mentre nel caso dei fondi dedicati ai mini-bond la durata è di circa 7 anni (vita massima di obbligazioni e titoli simili di cui ai commi 19 e seguenti dell'art. 32 del D.L. 83/2012). Gli stessi richiedono un investimento d'ingresso generalmente superiore all'ammontare di quanto prescritto per gli altri fondi.

L'istituzione e la gestione dei fondi chiusi spetta ad una Società di gestione del risparmio la quale fa parte, spesso, di importanti gruppi finanziari come banche e assicurazioni e deve avere almeno un milione di euro di capitale sociale.

Altri soggetti indispensabili per l'attività del fondo sono: il collocatore delle quote, generalmente banche o società di intermediazione mobiliare (SIM); e la banca depositaria, la quale custodisce i titoli e la liquidità del fondo.

Come tutti i veicoli finanziari, i fondi chiusi sono sottoposti a dei vincoli normativi e la Banca d'Italia e la Consob sono le autorità di vigilanza che si occupano del controllo di tali intermediari e della corretta applicazione delle

¹³³ Il fondo chiuso riservato è regolato dal D.Lgs 58 del 1998 (TUF), dal D.M. 228 del 1999, e dal Regolamento per la gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia.

normative.

Il fondo è invece denominato di debito poiché assimilabile a quelli che investono prevalentemente in obbligazioni ordinarie e in titoli di Stato, ma solo per il tipo di rapporto che intercorre tra investitore e imprese ovvero si investe principalmente in titoli di credito. Infatti tali fondi sono istituiti ad hoc per l'investimento in termini maggioritari in obbligazioni e titoli simili emessi da società non finanziarie non quotate, ascrivibili alla macro-classe dei mini-bond; gli stessi risulteranno più redditizi dei semplici fondi obbligazionari grazie alla combinazione rischio rendimento dell' *asset class* di riferimento.

Infine il tipo di fondo è definito come riservato in quanto è sottoscrivibile solo da investitori qualificati: Finanziarie Regionali, Fondazioni, Assicurazioni, Casse di Previdenza, Cooperative, società di gestione dei fondi/Asset Management, Family Office.

In termini semplicistici si possono identificare tali fondi di debito, come quei nuovi veicoli finanziari a sostegno del credito per le PMI e che rappresentano strumenti di risparmio gestito volti a raccogliere capitali presso investitori istituzionali (quali assicurazioni, fondi pensione, banche...) al fine di erogare nuovi finanziamenti alle imprese. I finanziamenti in questione possono prendere la forma di prestito ordinario, qualora il contesto giuridico lo renda possibile, oppure di sottoscrizione di titoli di debito quali mini-bond, titoli simili, project bond, e cambiali finanziarie.

L'aspetto più critico relativo al tipo di finanziamento negoziato è dato dal fatto che, mentre gli "usuali" investitori in obbligazioni sono capaci e propensi alla valutazione e sottoscrizione di titoli di debito ad ampia diffusione, emessi dallo Stato o dai grandi emittenti, per quanto riguarda l'investimento in strumenti di debito emessi da società progetto (project bond) o da PMI (mini-bond) la questione è differente. E' richiesta, infatti, una più elevata competenza e professionalità nel valutare le caratteristiche dell'emittente e di conseguenza dei suoi progetti di investimento.

I credit funds rappresentano le controparti finanziarie che negoziano, solitamente in via esclusiva (*private placement*), il credito che è stato, in via

preliminare, modulato sull'intera struttura finanziaria delle imprese.

Il nostro Paese sta scontando un ritardo culturale, determinato dalla forte egemonia bancaria, perciò per comprendere se possa sussistere un interesse veritiero da parte degli investitori istituzionali alla sottoscrizione di fondi di debito è utile confrontarsi con le esperienze di mercato degli altri paesi europei.

Le motivazioni a sostegno dell'importanza di questo tipo di veicolo sono: per prima cosa la percezione delle opportunità legate allo sviluppo delle PMI, la struttura delle garanzie e, infine, la ricerca di rendimenti più elevati di quelli prossimi allo zero che caratterizzano questo momento storico-economico. Anche il sostegno all'economia reale può essere un motivo di interesse ma non troppo rilevante.

5.1.1 Elementi costitutivi del fondo e valorizzazione dei mini-bond in portafoglio

Per promuovere un *credit fund* deve essere redatta, da parte della banca sponsor o dall'ente indipendente *originator* dell'operazione, una scheda di prodotto, in cui viene dettagliatamente descritta l'operazione e che individua gli elementi primari di cui il fondo deve essere costituito:

- Tipologia del veicolo: che si identificherà con la denominazione di Fondo Mobiliare chiuso riservato ad investitori qualificati;
- Gestore: la società di gestione di risparmio sponsorizzata, il più delle volte, dalla banca dello stesso gruppo finanziario di cui il fondo fa parte;
- Advisor;
- Investitori: l'identificazione di tutte le categorie di investitori qualificati ai quali le quote del fondo sono destinate in collocamento;
- Valuta;
- Taglio minimo della quota di sottoscrizione del fondo (esempio: 1 milione di euro nel caso di BNP Paribas, 50mila euro nel caso MPS);
- Durata: 7 anni dalla chiusura del periodo di sottoscrizione (in base poi alle caratteristiche dei mini-bond si calcolerà la durata media attesa) e la

- possibilità di rinnovare la sottoscrizione delle quote a scadenza;
- Ammontare: il patrimonio *target* che il fondo vuole raggiungere con la sottoscrizione di quote da parte degli investitori istituzionali (esempio: 150/200 milioni per BNL Paribas, 150 milioni per MPS);
 - Periodo di sottoscrizione: viene definito un periodo determinato per il collocamento delle quote, possono essere previsti uno o più periodi di chiusura e i versamenti da parte degli investitori possono essere richiamati in più fasi durante il periodo di investimento;
 - Periodo di investimento: viene definito anche il periodo entro il quale, dalla chiusura finale della sottoscrizione, la società di gestione deve provvedere all'investimento in mini-bond al quale le risorse erogate sono destinate;
 - Tipologia dell'investimento: devono essere definite le tipologie di obbligazioni che il fondo intende acquistare quindi mini-bond, la tranche di riferimento, la scadenza non deve eccedere la durata del fondo e nel caso di cambiali finanziarie la durata deve essere di tre anni;
 - Garanzie: è importante indicare l'eventuale garanzia, totale o parziale, rilasciata dalle imprese emittenti mini-bond;
 - Rating minimo: le aziende target devono avere un certo rating *unsolicited* (indicativamente maggiore uguale a BB-) certificato da una agenzia di rating autorizzata dall'ESMA;
 - Cedola: definizione della schedulazione temporale di pagamento agli investitori della cedola di interessi, di norma annuale o semestrale;
 - Rimborsi di Capitale: definizione delle schedulazione degli eventuali rimborsi di capitale anticipati a partire da un certo periodo in poi della vita del fondo;
 - Definizione del portafoglio: è importante adottare una buona strategia di diversificazione degli investimenti in portafoglio in base ai settori in cui operano le imprese target, all'area geografica di appartenenza, considerando le emissioni delle PMI italiane dai fondamentali solidi e alle prospettive di sviluppo appetibili. Per evitare una eccessiva concentrazione del fondo verso una impresa emittente viene anche

definito il *range* entro il quale può variare il taglio della singola emissione che di norma si attesta tra i 3 e i 15 milioni di euro;

- Obiettivo di rendimento: viene indicato in funzione ai rendimenti di mercato al momento dell'emissione in mini-bond e al netto delle commissioni e costi di gestione;
- Commissione di gestione: devono essere anche stabilite le commissioni spettanti alla società di gestione differenziando in una certa percentuale durante tutto il periodo di investimento e quella per la successiva durata del fondo, infine vanno determinate le eventuali commissioni sulla performance;
- Periodo NAV: devono anche essere evidenziati gli intervalli di rilevazione del *Net Asset Value*, cioè il valore della quota di un fondo di investimento al netto delle spese di gestione, di norma mensile.

Inoltre, grazie alla determinazione degli elementi costitutivi della scheda prodotto del fondo si delineano delle guide linea di investimento e diversificazione alle quali il veicolo utilizzato per il finanziamento finale alle PMI deve sottostare. In sintesi quindi il “fondo mini-bond” investirà per una dimensione obiettivo di patrimonio target di circa 150 milioni di euro, con taglio minimo per ogni emissione tra i 3 e i 15 e un numero di emittenti obiettivo che varia tra le 25 e le 50 imprese. In termini di diversificazione di portafoglio verranno stabilite delle percentuali massime di concentrazione dell'investimento per ogni emittente a seconda del giudizio, in termini di rating, che la tranche di appartenenza assegna loro, inoltre sarà ricercata una buona diversificazione geografica anche considerando le caratteristiche economiche delle varie regioni, infine importante anche individuare il settore di appartenenza e la percentuale massima di investimento per sotto-settore secondo la classificazione di Cerved Group.

Come criteri di valorizzazione dei mini-bond in portafoglio, per prima cosa a scadenze prefissate ad intervalli di tempo costanti viene determinato il NAV che determina il valore della quota unitaria del fondo.

La quota è calcolata in due modi diversi a seconda del periodo di valutazione:

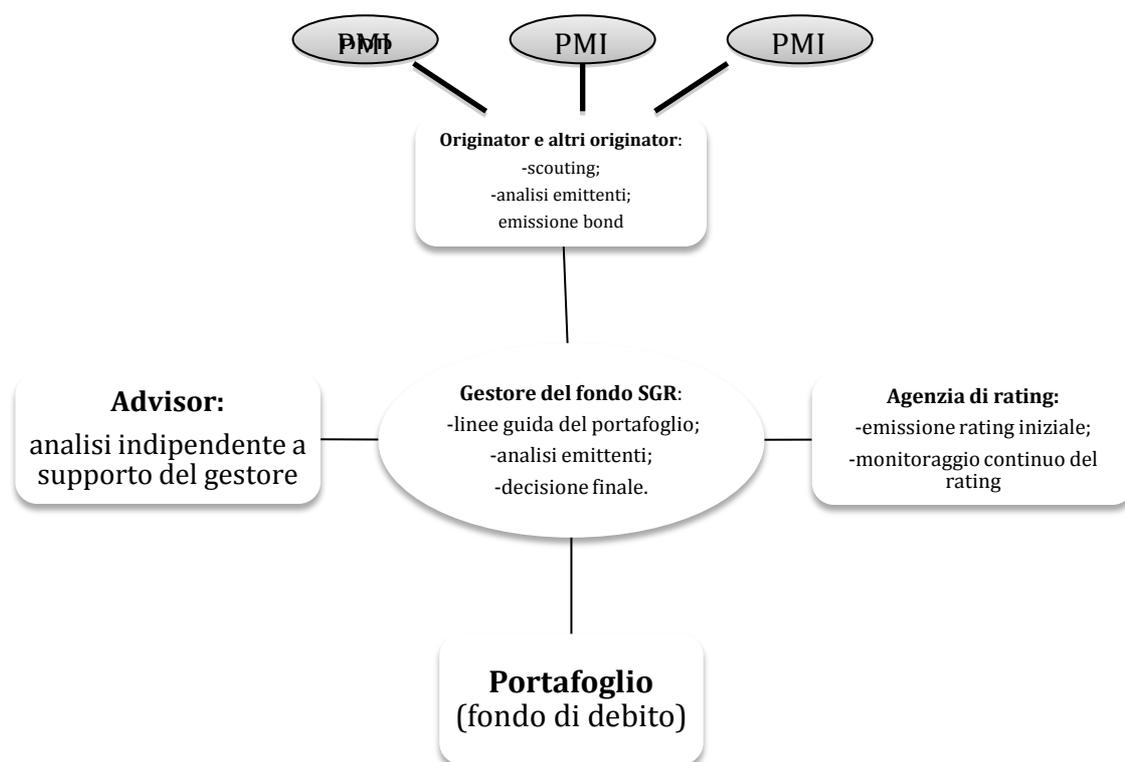
- per tutto il periodo di sottoscrizione il valore delle emissioni in portafoglio è di norma mantenuto costante salvo *impairment test* ed è pari al prezzo di acquisto;
- dal periodo di chiusura delle sottoscrizioni delle quote del fondo fino a chiusura dello stesso, il valore unitario della quota sarà calcolato in base al prezzo teorico assegnato a ciascuna emissione di mini-bond secondo un modello valutativo predisposto dalla SGR e validato dalla società di revisione che si occupa della certificazione annuale del fondo. Gli elementi da tenere in considerazione sono: il livello dei tassi di mercato *risk-free* dell'Eurozona, il livello dei rendimenti dei titoli governativi, il livello dei rendimenti dei *corporate bond* assimilabili per rating, settore e area geografica ai mini-bond emessi.

5.1.2 Struttura del fondo di credito e processo d'investimento

Un fondo di credito come aggregatore e semplificatore delle operazioni di mini-bond ha una struttura articolata in più soggetti ognuno con un ruolo specifico (Tabella 15).

L'originator è un ruolo svolto in prevalenza da una banca o da una società indipendente ma esiste la possibilità di cooperare per lo svolgimento delle mansioni richieste con altri co-originator di importanza secondaria. La figura richiede diverse funzioni: in primo luogo la banca si occupa della fase di *scouting* per una prima selezione delle potenziali PMI emittenti, a seguire lo studio dettagliato e l'analisi aziendale con redazione della Due-diligence, nel caso quindi di emissione di mini-bond per dar fiducia all'operazione si impegna a sottoscrivere parte dei titoli. L'originator poi predispone l'information memorandum da sottoporre alla valutazione e al giudizio del gestore del fondo e dell'advisor, e la documentazione dell'obbligazione incorporando i covenants necessari. E' inoltre suo compito il monitoraggio delle imprese emittenti e la comunicazione tempestiva delle variazioni attinenti la solidità patrimoniale dell'impresa e il suo merito creditizio.

Tabella 15: Struttura del fondo di credito



Fonte: riproduzione propria.

L'Advisor è un'altra figura rilevante nella strutturazione di un fondo di credito poiché rappresenta un supporto alla SGR per la determinazione di strategie e linee guida generale in ambito di investimenti in attivi del fondo e sottomete al gestore le conclusioni dell'analisi sulle emittenti potenziali svolta. Lo stesso prende parte al Comitato di investimento e discute sulle potenziali emittenti e sull'assetto generale del portafoglio del fondo. Infine monitora le PMI emittenti le cui obbligazioni sono ammesse ad oggetto di investimento del fondo.

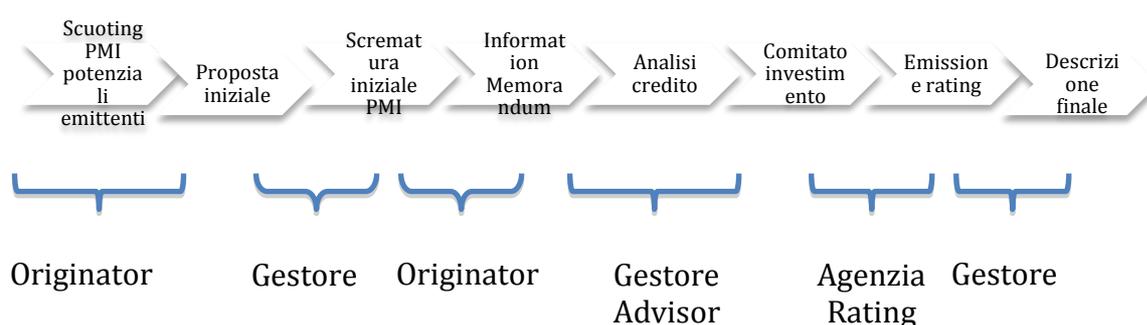
Anche l'agenzia di rating svolge un importante compito cioè quello di determinazione di un rating iniziale alle PMI potenziali emittenti richiesto dal gestore, sottomete a quest'ultimo il documento standard di analisi del credito e inoltre si occupa di aggiornare periodicamente il rating in base alle evoluzioni delle PMI oggetto di valutazione.

Il gestore del fondo, una SGR, svolge molteplici funzioni:

- definisce le linee guida di investimento per il portafoglio (fatturato, qualità emittente, indicatori patrimoniali, internazionalizzazione, diversificazione geo-settoriale...);
- raccoglie le informazioni che riguardano l'emittente e l'ambiente in cui è inserita (business model, struttura societaria, profilo finanziario, analisi del settore, posizione competitiva...);
- conduce la Due-diligence e analizza la struttura del prestito (livello di seniority, covenants, garanzie, scadenza/ammortamento/tasso...);
- interagisce con l'advisor sulla qualità dell'emittente durante il Comitato di investimento;
- prende la decisione finale sull'investimento avvalendosi di analisi del valore relativo rispetto ad aziende comparabili sia quotate che non e di studi sulla liquidità;
- monitora, coadiuvato da advisor e agenzia di rating, l'azienda emittente durante il rapporto obbligazionario.

Per rendere più facile la comprensione del processo di investimento, tenendo in considerazione il ruolo svolto dai soggetti che prendono parte all'operazione e i loro compiti, possiamo schematizzarlo come segue in Tabella 16.

Tabella 16: Processo di investimento dei fondi di credito



Fonte: produzione propria

5.1.3 Fondi bancari e indipendenti e potenziali conflitti di interesse

I fondi attualmente attivi sul mercato dei mini-bond, considerando anche quelli che non hanno ancora collocato per intero tutte le quote previste, sono circa venti e possono avere natura bancaria, indipendente o mista (Tabella 17).

Tutti i fondi, come da regola, sono gestiti da una società di gestione del risparmio ed hanno una dimensione che varia tra i 100 e i 250 milioni di euro.

Ogni fondo, inoltre, ha una propria politica d'investimento che cambia anche in relazione alla cultura finanziaria del paese di origine del veicolo (settori, fatturato, indici finanziari...).

La distinzione secondo la natura del veicolo è importante poiché, a seconda dell'ente sponsorizzante il fondo, si possono individuare situazioni e caratteristiche diverse.

Il fondo promosso da un intermediario bancario ha come elemento costitutivo il fatto che la banca sponsor svolga principalmente la funzione di originator coinvolto nel reperimento di bond in cui investire.

Proprio in virtù di questa partnership, l'operazione ha in sé un rischio potenziale ovvero il problema che la mancanza d'indipendenza tra originator e fondo possa essere fonte potenziale di comportamenti opportunistici e, pertanto, di situazioni di conflitto di interesse.¹³⁴La circostanza, infatti, è individuata nel rapporto che si instaura tra originator (agent), e fondo (principal) e può nascere da tre ordini di motivi:

- la banca, possedendo informazioni dettagliate sulla potenziale emittente, potrebbe essere interessata all'emissione obbligazionaria in mini-bond per eliminare o ridurre la propria esposizione verso una società poco gradita: in sostanza l'indebitamento della società sarebbe trasferito dalla banca all'investitore istituzionale terzo che sottoscrive le quote del fondo;

134 Il conflitto d'interesse è la situazione che si instaura quando siamo in presenza di rapporti d'agenzia, pertanto si identifica nella possibilità che un interesse secondario (privato o personale) del soggetto *agent* interferisca, o abbia l'opportunità di farlo, con l'interesse primario del *principal*, assumendo che il primo abbia un dovere prescritto da legge, da contratto o da regole di correttezza professionale di perseguire l'interesse primario della seconda parte.

- l'originator potrebbe avere interesse nel collocare mini-bond di società dal basso merito creditizio per incassare le commissioni di emissione;
- l'originator potrebbe avere interesse a proporre una cedola d'interessi bassa per agevolare il rapporto Banca-Emittente e avviare collaborazioni secondarie.

Quindi, al fine di evitare l'attivarsi di fenomeni patologici, già successi in passato, basti pensare al caso Cirio per il primo caso di conflitto, le banche che hanno promosso i fondi di debito per mini-bond, hanno implementato alcuni accorgimenti per ridurre i potenziali opportunismi. Come prima necessità, sorge quella di allineare gli interessi della banca originator a quelli del fondo pertanto collegare le performance raggiunte dall'uno e dall'altro ente. Per far ciò, è possibile prescrivere l'obbligo di sottoscrizione di quote di ciascun mini-bond presenti nel fondo, in questo modo l'originator sarà incentivato a presentare emittenti affidabili e che rispettino i requisiti richiesti per l'erogazione di credito.

In secondo luogo, è opportuno che l'originator consegni una documentazione dettagliata che indichi le esposizioni esistenti nel rapporto banca-emittente per escludere la possibilità che i mini-bond in emissione abbiano come obiettivo anche quello di rifinanziare eventuali crediti in scadenza. Quindi la selezione dell'originator deve essere frutto di un processo selettivo rigoroso. Infine è importante che l'emittente si affidi ad un gestore che conosca profondamente il mercato del credito e che sia dunque capace di valutare in modo adeguato i rendimenti, avvalendosi anche della professionalità delle figure di advisor e agenzie di rating che raccolgono informazioni dell'emittente da fonti diversificate e che quindi danno un'idea più completa delle capacità di rimborso della società valutata.

Tra i più noti fondi bancari troviamo: *"Bnp-Paribas"*, che punta prevalentemente a società con un rilevante giro d'affari nell'export senza preclusione di settore; *"Fondo Minibond Pmi Italia"*, lanciato da MPS e molto pubblicizzato.

I fondi di natura indipendente, al contrario di quelli bancari, sono gestiti da una SGR terza e, pertanto, sono esclusi dell'eventualità che possa sorgere un conflitto di interesse di cui sopra proprio in virtù della natura delle controparti coinvolte. Un esempio di eccellenza di questa categoria di fondo è quello del gruppo di *private equity* statunitense Muzinich: è un fondo chiuso, che ha annunciato il primo *closing*¹³⁵ a 156 milioni di euro, ma che si prefigge come obiettivo, a cadenze semestrali, di lanciare altre operazioni. Si rivolge ad aziende con un fatturato compreso tra 50 e 500 milioni di euro, sane, con un margine lordo di almeno 7,5 milioni di euro; i bond in cui investire hanno un importo medio per singolo investimento compreso tra i 10 e i 20 milioni e una durata di 7 anni. Le imprese con i requisiti predetti sono circa 3500-4000 unità e quelle potenzialmente interessate a finanziarsi con tale mezzo sono circa un decimo. Il fondo si prefigge di instaurare un rapporto di fiducia reciproca con le società scelte, concretizzandosi in un finanziamento a medio termine, nella forma del bond illiquido, cioè non quotato e non vendibile sul mercato che il fondo sottoscrive interamente.

Agli investitori viene riconosciuta una cedola semestrale di circa il 7% annuo mentre all'impresa emittente il bond costerà l'8% poiché viene trattenuta dalla società di gestione una commissione. Il meccanismo è semplice: l'emittente paga gli interessi alla società di gestione che a sua volta li retrocede all'investitore, mano a mano che vengono erogati e il gestore trattiene la commissione; stessa cosa accade per il capitale rimborsato.

Il fondo inoltre richiede le tipiche garanzie per i finanziamenti a progetto, non ipotecarie, ma legate all'investimento: per le aziende commerciali, per esempio, garanzie sul marchio, per l'industria sui macchinari. Infine, sono esclusi dall'investimento mini-bond emessi da società operanti nel settore immobiliare, finanziario e hi-tech e quelli di start-up.

Per concludere la panoramica sui fondi, la loro origine può essere anche mista, cioè il veicolo gode dei vantaggi derivanti dall'*origination* bancaria e delle caratteristiche virtuose dell'indipendenza. Un esempio è il fondo

¹³⁵ Il *closing* è la fase finale di chiusura di una transazione. In questo caso, costituisce il momento in cui gli investitori istituzionali non hanno più la possibilità di acquistare quote del fondo.

promosso da Anthilia Capital Partners e Banca Akros, veicolo che investe nella logica di un'ampia diversificazione geografica e settoriale e mostra particolare interesse per il territorio, visto che le sette banche che attualmente vi hanno aderito e alle quali è richiesto un investimento diretto nei mini-bond proposti del 10% dell'importo emesso, sono le principali banche regionali italiane (Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banca Popolare di Milano, Banca Popolare di Sondrio, Credito Valtellinese, Banca Carige, Banca Carim e Banca Etruria) e le stesse garantiscono una diversificata e capillare presenza al fianco delle PMI su tutto il territorio nazionale.

Tabella 17: Credit Funds attivi e in raccolta

Gestore	Natura	Banca Promotrice	Fondo	Dimensione (€ mln)
Advam SGR	Indipendente		Advam 1 Corporate Bonds Italy	100-150
Anthilia SGR	Bancario/indipend.	Akros	Bond Impresa Territorio	100
BNP Paribas Investment Partners	Bancario	BNP - Paribas	BNP Paribas Bond Italia PMI	150
Compass Asset Management SA	Indipendente		Blue Lake Italian MiniBond	100
Dueemme SGR	Bancario	Mediobanca - Mediolanum	Fondo per Le Imprese	250
Emysis Capital SGR	Indipendente		Emysis Development	150
Finint SGR	Bancario	Monte dei Paschi S.p.A.	Fondo Minibond PMI Italia	150
Hedge Invest SGR	Indipendente		HI Crescitalia PMI Fund	
Mediolanum Gestione Fondi	Bancario	Banca Mediolanum (con Muzinich & Co.)	Mediolanum Flessibile Sviluppo Italia	
Muzinich & Co.	Indipendente		Italian Private Debt Initiative	200
PensPlan Invest SGR	Bancario	Prader Bank	Euregio Minibond	150
Riello Investimenti Partners	Indipendente		Fondo Impresa Italia	150
River Rock	Indipendente		Italian Hybrid Capital Fund	
Tenax Capital	Indipendente		Tenax Credit Opportunities Fund	250
Ver Capital SGR	Indipendente		Fondo di credito Italiano	100
Wise SGR	Indipendente		Wise Private Debt	100
Terranova / A&F	Indipendente		Renaissance Iniziativa Bond	200
Zenit SGR	Bancario/indipend.	Banca di Cherasco, ADB S.p.A.	Fondo Progetto MiniBond Italia (Fondo PMI)	150

Fonte: Elaborazione Bloomberg, Borsa Italiana- 06 febbraio 2013

5.2 Cartolarizzazioni di mini-bond

La cartolarizzazione è definita come una tecnica finanziaria che prevede il trasferimento a titolo oneroso della titolarità di un insieme o pool di

determinate attività,¹³⁶ costituite da crediti di varia natura dal bilancio del loro *originator* ad un'entità giuridica separata l'*SPV, Special Purpose Vehicle*, esclusivamente strumentale all'operazione ¹³⁷. Quest'ultima, entità giuridicamente ed economicamente separata all'*originator*, finanzia l'acquisto delle attività attraverso l'emissione di titoli obbligazionari, garantiti dalle attività ricevute dall'*originator*.

La cessione dei crediti avviene pro-soluto¹³⁸ e la SPV creata per l'operazione ha il compito esclusivo di detenere e gestire le liquidità generate dagli attivi ceduti.

Da qui il termine cartolarizzazione: i rapporti di credito, presenti nel bilancio della società cedente, da illiquidi e bilaterali vengono tramutati in rapporti liquidi e multilaterali cioè in titoli trasferibili e negoziabili sul mercato, rendendo le attività, che per propria natura non lo sono, oggetto di scambio sul mercato, trasformando così un portafoglio di crediti in valori mobiliari.

Lo scopo dell'operazione è lo smobilizzo di un portafoglio di crediti attraverso l'emissione di titoli destinati alla circolazione e rappresentativi del rischio legato a tale portafoglio. Le banche, infatti, spesso utilizzano questa tecnica per cedere i propri rapporti di credito al fine di ridurre l'assorbimento patrimoniale degli *assets* in portafoglio, mantenendo il *servicing* del debito e quindi il rapporto con la clientela.

La legge 130/99 sulla cartolarizzazione si occupa, tra le altre cose inerenti alla materia, di individuare le classi di attivo ammesse ad oggetto dell'operazione. L'articolo 12 del Piano Destinazione Italia si propone di modificare ed estendere l'applicazione della stessa legge anche alle operazioni aventi ad oggetto obbligazioni e titoli simili sottoscritti (con l'eccezione dei titoli partecipativi, ibridi e convertibili) dalle società veicolo operanti ai sensi della medesima. Questo intervento consente lo sviluppo di

136 Ai sensi dell'art. 1, comma 1 l. 130/1999 si parla di "operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti".

137 Ci si riferisce a un'entità giuridica costituita con il fine esclusivo di acquisire le attività del detentore originario e di gestirne la trasformazione in liquidità.

138 Cessione pro soluto: il cedente non deve rispondere dell'eventuale inadempienza (solvibilità) del debitore. Garantisce solamente l'esistenza del credito.

nuovi veicoli d'investimento operanti come sottoscrittori dei suddetti strumenti finanziari e questo porta ad incrementare il numero dei soggetti acquirenti titoli obbligazionari: aumenta, in tale modo, la capacità di diffusione dei mini-bond.¹³⁹

Per consentire la massima flessibilità nella strutturazione delle operazioni, l'investitore di tale nuova categoria di strumenti cartolarizzati può anche essere unico, qualora sia un investitore qualificato, senza impatti negativi sulla natura e qualificazione dell'operazione e dei soggetti coinvolti.¹⁴⁰

Il decreto si occupa anche di correggere una lacuna normativa afferente eventi legati alla sfera giuridica del *servicer* o del *subservicer*, infatti, pur mantenendo centrale l'imprescindibilità della "segregazione" degli attivi cartolarizzati rispetto ad un eventuale fallimento della SPV, questa non estende nel caso di eventuale fallimento del soggetto incaricato della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento e della banca sulla quale la società di cartolarizzazione mantiene i propri depositi.¹⁴¹ L'intervento ha un impatto significativo, anche a livello di immissione di liquidità nel sistema, per gli intermediari bancari che fino all'entrata in vigore del decreto, in Italia, non potevano detenere liquidità derivante da crediti cartolarizzati.

Viene prevista, poi, una modifica volta ad agevolare la cartolarizzazione di crediti commerciali, che si caratterizza per la necessità di effettuare numerose cessioni a breve distanza l'una dall'altra. Per far ciò il decreto prevede la possibilità di derogare, nelle cessioni di crediti d'impresa, effettuate nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione, alla formalità che la cessione avvenga in blocco.

Infatti, tale operatività trovava un ostacolo nella normativa, che richiedeva necessaria la pubblicazione in Gazzetta Ufficiale di ciascuna cessione, influenzando negativamente la convenienza e l'efficienza dell'operazione per

139 Disposizione di cui al comma 1, art.12, lettera a) del D.L. 145/2013.

140 Disposizione di cui al comma 1, lettera b), articolo 12, D.L. 145/2013.

141 Disposizione di cui al comma 1, lettera c), articoli 12 ; D.L. 145/2013. Si riporta inoltre come forme di estensione della segregazione siano previste dalla normativa di altri paesi quali, ad esempio, la Francia e risultino incrementare sostanzialmente l'efficienza delle operazioni di cartolarizzazione.

gli elevati costi. Invece, le semplificazioni proposte rendono economicamente sostenibili anche le cessioni di portafogli di più ridotte dimensioni e incrementano l'appetibilità delle cartolarizzazioni per le PMI agevolando quindi l'ottenimento di liquidità per le stesse.¹⁴²

Al fine di irrobustire la struttura delle operazioni di cartolarizzazione con un aumento dell'efficienza e quindi della liquidità nel sistema, il decreto conferma l'applicabilità, in ambito di tutte le operazioni di cartolarizzazione, delle indicazioni di cui all'articolo 1248 del codice civile. Ai sensi dello stesso articolo si ribadisce l'impossibilità per i debitori ceduti di opporre in compensazione alla società di cartolarizzazione crediti vantati verso il cedente, l'originator, che siano sorti successivamente alla pubblicazione della cessione dei crediti cartolarizzati in gazzetta ufficiale (o al pagamento provato in data certa).¹⁴³ Sempre con la medesima ratio, ovvero di dare forza all'operazione, è stata pensata la disposizione volta all'inapplicabilità dell'articolo 65 della legge fallimentare¹⁴⁴ al fine di esentare dall'obbligo di restituzione dei pagamenti anticipati, quelli effettuati a estinzione dei crediti cartolarizzati.¹⁴⁵

E' utile ricordare, inoltre, che l'intento del legislatore è anche quello di estendere il mercato dei titoli cartolarizzati in quanto favorisce, per gli operatori finanziari come assicurazioni e fondi pensione, l'investimento in obbligazioni e titoli simili e in modo più particolareggiato anche in titoli finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto i predetti strumenti finanziari e quote di fondi che investono prevalentemente nei predetti strumenti finanziari. Queste categorie di titoli sono compatibili, anche se gli strumenti non sono negoziati su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione e anche se privi di

142 La modifica proposta al primo comma (lettera d, numero 1) introduce la prima delle due modifiche all'articolo 4 della legge sulla cartolarizzazione dei crediti.

143 La seconda modifica proposta all'articolo 4 della legge 130/99 inserita al primo comma (lettera d, numero 1) D.L. 145/2013.

144 Il citato articolo dispone l'inefficacia dei pagamenti anticipati effettuati da un soggetto fallito entro i due anni precedenti alla dichiarazione di fallimento.

145 La modifica è inserita al primo comma (lettera d, numero 2) D.L. 145/2013.

rating, con le vigenti disposizioni in materia di investimento in attivi a copertura delle riserve tecniche delle imprese di assicurazione.

Lo scopo, infatti, se da un lato è quello di assicurare la sana e prudente gestione degli intermediari, dall'altro è, però, anche quello di contribuire a dare impulso all'investimento negli strumenti di cui sopra e, in generale, al mercato del credito in Italia.

Infine una delle finalità del D.L. 145/2013 è quella di rendere neutrale ai fini tributari l'imposizione dei fondi di investimento e conseguentemente agevolare i loro impieghi nelle emissioni di mini-bond e strumenti cartolarizzati che hanno ad oggetto questa categoria di attività. Pertanto è prevista l'eliminazione della ritenuta del 26%¹⁴⁶, la quale non si applica sugli interessi e gli altri proventi delle obbligazioni e titoli simili, e delle cambiali finanziarie, corrisposti ad organismi di investimento collettivo in valori mobiliari le cui quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati¹⁴⁷ e il cui patrimonio sia investito prevalentemente in tali obbligazioni, titoli o cambiali finanziarie.

5.2.1 Struttura dell'operazione di cartolarizzazione in mini-bond

L'operazione di cartolarizzazione di obbligazioni quali mini-bond, titoli simili e cambiali finanziarie è costituita da cinque fasi principali ed è strutturata come segue (Tabella 18):

1. Emissione di Mini-bond da parte delle PMI italiane che decidono di finanziare i propri progetti di investimento sul mercato.
2. Sottoscrizione da parte di un intermediario bancario delle obbligazioni mini-bond immesse sul mercato: la banca acquista mini-bond emessi da più imprese che vanno a costituire parte dell'attivo di bilancio dell'intermediario.
3. La banca, *originator*, cede in tutto o parte le obbligazioni emesse da PMI che ha in portafoglio, ad una SPV, società cessionaria costituita ad

¹⁴⁶ Definita dall'articolo 26, comma 1, del dpr 29 settembre 1973, n. 600).

¹⁴⁷ Ai sensi dell'articolo 100 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

hoc per l'operazione e strumentale alla stessa. Tra i due soggetti si può interporre un terzo operatore, l'*arranger*, il quale ha il compito di raccogliere in un pool omogeneo di obbligazioni, le attività cedute dall'originator e in seguito quello di trasferire il pool alla società veicolo.

4. Emissione dei titoli cartolarizzati: la società veicolo per finanziare i mini-bond ceduti dalla banca originator emette titoli di debito rappresentativi degli attivi acquistati. La SPV paga i propri debitori, determinatesi dal rapporto di cartolarizzazione, per mezzo di flussi in entrata derivanti dai pagamenti delle PMI alla società cessionaria stessa. L'operazione viene strutturata per mezzo di tutte le tecniche di *credit enhancement*¹⁴⁸ ritenute opportune per rendere appetibili gli strumenti emessi; in particolare sarà necessaria l'emissione in *tranches* dei titoli cartolarizzati, cioè classi tra loro omogenee per caratteristiche di investimento, al fine di incontrare in modo più adeguato le esigenze degli investitori in termini di combinazione rischio rendimento dell'investimento. Le *tranches* saranno *senior*, *mezzanine* e *junior* e sono subordinate l'un l'altra in modo tale che la prima classe riceva in via prioritaria i pagamenti e poi via via siano ripagate le successive, di conseguenza le eventuali perdite derivanti dagli inadempimenti delle PMI, verranno assorbite in prima istanza dall'ultima classe (*junior*) e via via dalle precedenti. In genere, per dare fiducia all'operazione ed evitare comportamenti opportunistici, una certa percentuale dell'ultima *tranche* viene riacquistata dalla banca cedente, questa costituisce un vero e proprio "distillato del rischio" poiché vi incombe l'onere di rimborso residuale.¹⁴⁹

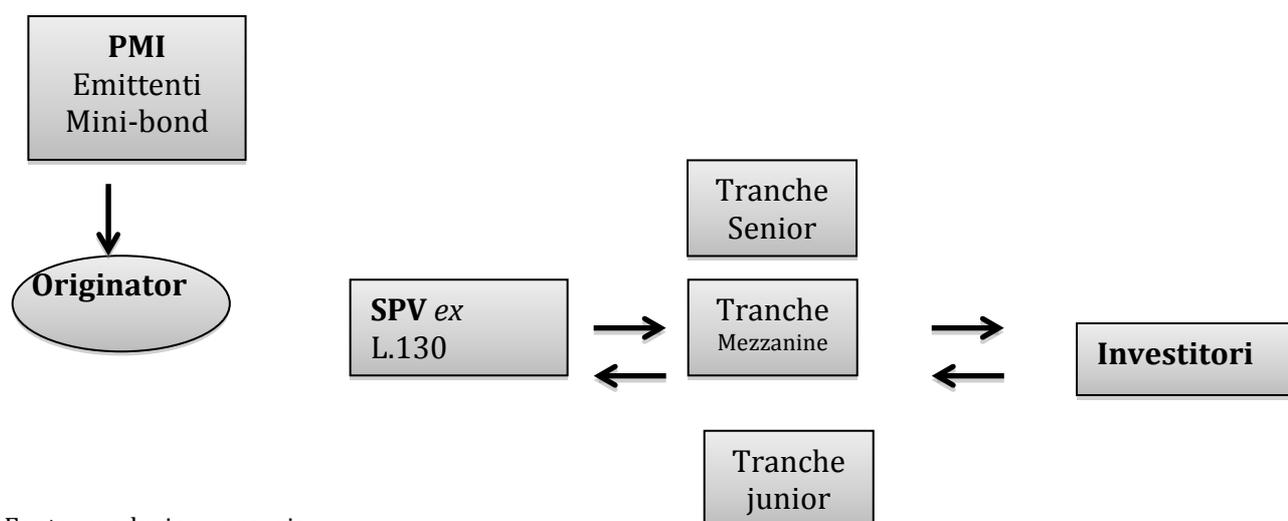
148 Il *credit enhancement* è una tecnica finanziaria, costituita da più accorgimenti volti a migliorare il merito creditizio dei titoli emessi dalle società veicolo, in modo tale da innalzarne il rating assegnato e di conseguenza determinando una riduzione dei costi di indebitamento.

149 L'*Investor Protection Act of 2009*, in un'operazione di cartolarizzazione, i *securitizers* cioè i soggetti che emettono gli ABS debbano mantenere, in misura definita, una certa esposizione verso il rischio di credito cartolarizzato; essi dovranno riacquistare almeno il 5% del rischio. La disciplina prevede l'adozione di due forme alternative di "*retention scheme*": la "*first loss position*" e la "*pro rata vertical slice*". La prima stabilisce che il *securitiser* riacquisti una quota delle *tranche equity* per un ammontare pari almeno al 5% del valore nominale dell'*asset* sottostante. La seconda, invece, prevede che il

- Sottoscrizione dei mini-bond cartolarizzati da parte di investitori istituzionali qualificati e acquisto secondo la propria propensione al rischio e desiderio di rendimento.

L'operazione apporta vantaggi per le banche, anche se, un po' rivisti rispetto ai tradizionali aspetti positivi che la cartolarizzazione determina.

Tabella 18: Struttura dell'operazione di cartolarizzazione dei mini-bond



Fonte: produzione propria

Il primo luogo, il vantaggio fondamentale per l'*originator* è quello di aver la possibilità di smobilizzo del portafoglio obbligazionario per adempiere agli obblighi imposti dalla regolamentazione che richiede una dotazione patrimoniale adeguata alle proprie attività di bilancio. Da una parte la cessione del credito comporta la condivisione del margine di redditività tra gli operatori che vi partecipano ma dall'altra ripristina, in bilancio, la situazione precedente alla sottoscrizione di mini-bond liberando risorse disponibili da poter nuovamente investire.

Per secondo, l'operazione può consentire, in via potenziale, lo sviluppo di una relazione banca-impresa su business secondari poiché la banca che

securitiser riacquisti una quota per ciascuna tranche emessa e che la somma delle varie quote debba uguagliare lo stesso ammontare prima definito. La proposta, inoltre, stabilisce che il rischio detenuto dal *securitiser* non possa essere ceduto, né essere oggetto di operazioni di copertura.

sottoscrive mini-bond di una PMI entra necessariamente in contatto con la stessa, anche solo per la richiesta di informazioni, perciò nasce un rapporto che può poi svilupparsi in *partnership* durature per altri progetti di investimento.

Infine, la tecnica finanziaria consente alle banche di procedere a un adeguato *scouting* delle potenziali PMI che presentano determinati requisiti per l'emissione di mini-bond oppure permette di svolgere una buona analisi dei fondamentali delle imprese di cui la banca decide di finanziare parte del debito immesso sul mercato. Questo dà la possibilità di sviluppare modelli di valutazione *ad hoc* per la categoria delle PMI che decidono di finanziarsi sul mercato dei capitali di debito.

5.2.2 *Cartolarizzazione come via d'uscita dalla crisi*

Lo scoppio della crisi finanziaria del 2007 si è verificato, come teorizzato anche dal modello di crisi finanziaria di Minsky,¹⁵⁰ dopo un lungo periodo di crescita economica che nel 2001, prima della caduta delle torri gemelle, raggiunse la massima espansione. In quel periodo si è sempre più radicata l'idea del ruolo chiave che la finanza assumesse per lo sviluppo economico dei paesi e per il benessere delle popolazioni, grazie al riversarsi della ricchezza finanziaria, prodotta sui mercati, nell'economia reale.

Negli ultimi trenta anni i tradizionali prodotti finanziari, sono gradualmente stati sostituiti da quelli di finanza strutturata che precisamente è definita come *“l'insieme degli strumenti finanziari complessi, creati attraverso la combinazione di più prodotti finanziari, tradizionali e derivati, il cui obiettivo primario è quello di trasferire il rischio di credito”*.¹⁵¹ Per creare questo tipo di strumenti gli operatori si sono spesso avvalsi della tecnica della cartolarizzazione che ha provveduto al rifinanziamento dei mercati apportando ingente liquidità nei sistemi finanziari.

150 “Minsky's Theory of Financial Crises in a Global Context”, Martin H. Wolfson, *Journal of Economic Issues*, Vol. 36, No. 2 (Jun., 2002), pp. 393-400.

151 Definizione proposta da Andreas A. Jobst, economista dell' *International Monetary Fund* in “A primer on structured finance. *Journal of Derivatives & Hedge Funds*”.2007, Vol. n. 13, p. 199-213.

La cattiva reputazione che hanno assunto, dopo lo scoppio della crisi, i titoli oggetto di cartolarizzazione, ha fatto sì che in un primo momento la finanza strutturata fosse individuata dagli economisti come la principale causa della crisi per l'opacità che gli stessi avevano apportato sui mercati.

Dal 2008 in poi si è susseguito un periodo di forte recessione che ha portato alla riduzione dell'offerta di credito da parte degli intermediari e quindi alla contrazione di investimenti e consumi, inoltre alla determinazione di un momento di forte sfiducia per le operazioni di finanza strutturata e di conseguenza il drastico crollo delle operazioni di cartolarizzazione.

Mercati, governi e Banche Centrali, negli anni successivi, anche dopo la crisi Sovrana del 2011, con i loro comportamenti, hanno evidenziato però come la cartolarizzazione potrebbe rivelarsi uno strumento importante per superare la crisi; una modalità operativa la quale permetta alle banche di aumentare la loro capacità di erogare crediti o investire a sostegno delle imprese, al fine di sorreggere l'economia reale.

Per la genialità e la portata, in termini di risorse finanziarie, della cartolarizzazione, mercati e governi con le autorità di vigilanza hanno collaborato al fine di rilanciare la tecnica finanziaria sia nell'individuare le criticità emerse durante la crisi finanziaria 2007, sia per trovare delle *remedies* alle problematiche emerse.

Anche le azioni intraprese delle Banche Centrali, con i piani d'intervento che avevano ad oggetto prodotti strutturati, e i relativi mercati secondari, si sono rivelati fondamentali per comprendere l'importanza della cartolarizzazione. Infatti, in Europa, la BCE ha continuato ad accettare titoli ABS come *collateral* delle operazioni di rifinanziamento pronti contro termine (c.d. *repo*), anche se la loro quotazione sui mercati era crollata. L'intervento ha promosso la ripresa del mercato di titoli cartolarizzati, consentendo così alle banche di ottenere nuovo *funding* ed avere possibilità di riversare il credito nell'economia reale concedendo nuovi finanziamenti alla propria clientela.¹⁵²

152 Per completezza, è da indicare che, anche negli Stati Uniti, la FED ha implementato il piano TALF, *Term Asset Backed Securities Loan Facility*, affinché la banca centrale americana garantisse l'emissione di ABS, con rating AAA, garantiti da: prestiti agli studenti, finanziamenti per l'acquisto di auto, carte di credito e prestiti garantiti dalla *Small Business Administration*.

Anche se, in pratica, tutta la liquidità concessa dalle Banche Centrali ha fatto fatica a essere erogata alla clientela, andando il *credit crunch* a colpire sia imprese che famiglie, con l'intervento del Piano Destinazione Italia si permette alle banche di poter promuovere il mercato degli strumenti cartolarizzati, avendo a disposizione una categoria di attività in più da poter utilizzare ad oggetto dell'operazione: obbligazioni e titoli similari sottoscritti (con l'eccezione dei titoli partecipativi, ibridi e convertibili) dalle società veicolo operanti ai sensi della Legge 130/99. L'intervento promosso dal legislatore, inizialmente implementato per ampliare il mercato dei mini-bond e renderlo più liquido, va indirettamente ad avere anche effetti positivi sulla ripresa economica e lo sviluppo del Paese, avvalendosi di una tecnica finanziaria valida e dai risultati consolidati.

5.3 Ruolo delle banche nell'emissione dei mini-bond e relative problematiche

Il ruolo che le banche assumono nell'operazione di emissione di mini-bond è sicuramente di affiancamento durante il periodo di emissione e strumentale, quindi, alle attività di strutturazione, gestione e collocamento dei titoli. Gli intermediari creditizi bancari si avvalgono di un'ampia rete di figure professionali e lo stesso gruppo può quindi fornire diversi tipi di assistenza e soggetti: advisor, arranger, consulenza legale, garanzie.

Infine, sia la banca che i partner hanno la possibilità di investire negli strumenti che hanno contribuito ad emettere.

Le imprese che si avvalgono della competenza professionale delle banche, consentono a quest'ultime in primo luogo di evitare il peggioramento dei rischi creditizi, evitando il razionamento della clientela e incrementando il frazionamento del rischio con la diversificazione dei ricavi in favore dei servizi alle imprese, oggi poco sviluppati.

L'offerta di servizi di consulenza decisivi per la scelta di un finanziamento sul mercato per le PMI permettono alle banche, inoltre, con un basso

assorbimento di capitale e di liquidità, di rafforzare la relazione con le imprese e il proprio ruolo all'interno di un sistema finanziario maggiormente articolato. Per consentire un maggior ricorso al mercato, le banche devono stabilire con le imprese relazioni di lungo periodo, rafforzando la capacità di valutarne le prospettive economico-finanziarie delle imprese emittenti.

Se da un lato abbiamo una situazione in cui le banche non sono erogatrici dirette di risorse finanziarie alle PMI, dall'altra rafforzano la propria egemonia nei sistemi finanziari, andando a ricoprire posizioni chiave anche nelle operazioni di mercato e costituendo perciò gli intermediari indispensabili ai fini del buon fine dell'operazione di emissione di mini-bond. Inoltre, la redditività delle banche basata su servizi di intermediazione e facoltà di supportare le nuove emissioni comporta loro la non compromissione dei ratios patrimoniali, quindi ricavi certi. Questo disallineamento degli interessi tra banca e mercato può comportare una più blanda attenzione nelle analisi d'identificazione delle capacità di rimborso effettive dell'impresa emittente; le banche possono essere interessate in ogni modo a percepire una certa commissione per la strutturazione dell'operazione la quale, qualora fosse considerata troppo costosa per la determinazione di un tasso di interesse troppo elevato, non sarebbe implementata per la mancata convenienza, perciò l'arranger non verrebbe adeguatamente remunerato.

Pertanto, valutando il ruolo della banca ma più precisamente dei gruppi bancari come intermediari privilegiati dovrebbe essere posto in evidenza il problema di *moral hazard* individuato e ideare una struttura dei pagamenti, verso questi, adeguata ed incentivante volta alla correttezza e alla trasparenza dei mercati, soprattutto nel caso di quello in decollo dei mini-bond, e anche a porre dei limiti alla "concentrazione" (in termini di operatori) dello stesso gruppo bancario all'emissione di mini-bond .

5.4 Vantaggi e svantaggi del fondo di debito e della cartolarizzazione

I fondi di debito e le operazioni di cartolarizzazione mediante l'intervento di una società veicolo, SPV, sono due tipologie di contenitori finanziari importanti per lo sviluppo del nuovo mercato di mini-bond e la diffusione degli strumenti stessi tra il pubblico degli investitori qualificati.

Il principale problema che i titoli considerati vanno a fronteggiare è quello di emissioni singole di taglio ridotto (dai 2 ai 5 milioni di euro) che rendono l'operazione sostanzialmente illiquida; i titoli sono infatti destinati a rimanere in pancia dell'investitore che sottoscrive obbligazioni, titoli similari e cambiali finanziarie emesse da PMI fino a scadenza per la difficoltà di scambi successivi con altri operatori investitori istituzionali a loro volta. Fondi e SPV agiscono da aggregatori, cioè non acquistano solo un particolare mini-bond emesso da una singola impresa, bensì procedono alla sottoscrizione di molte emissioni obbligazionarie in mini-bond. Viene così a costituirsi un pool obbligazionario composto da titoli pressappoco omogenei, in quanto gli strumenti ammessi all'aggregazione hanno caratteristiche determinate dai veicoli finanziari e oscillano entro un range predeterminato. Le quote dei fondi ed i titoli emessi dalla SPV, di conseguenza, saranno rappresentativi dell'intero portafoglio il quale sarà caratterizzato da un buon grado di diversificazione e perciò l'investimento sarà meno rischioso della singola emissione per il principio di compensazione delle perdite con i guadagni derivanti dalle operazioni andate a buon fine.

Analizzando singolarmente i due veicoli finanziari possiamo individuare una serie di aspetti positivi e negativi che influenzano in modo favorevole o meno lo sviluppo e la diffusione dei mini-bond.

Il fondo di debito rappresenta un buon aggregatore di mini-bond poiché permette la raccolta di risorse dedicata ad uno scopo determinato, pertanto all'investimento in cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli similari¹⁵³, cioè obbligazioni emesse da società non quotate, ad eccezione di banche e micro-imprese, incluse obbligazioni con clausole di subordinazione e/o partecipazione. Solo in un secondo momento rispetto al collocamento delle

¹⁵³ Le obbligazione e i titoli similari sono quelli identificati ai commi 19 e seguenti dell'art. 32 del D.L. 83/2012, convertito, con modificazioni, dalla L.134/2012.

quote del fondo, lo stesso procederà alla sottoscrizione di mini-bond. L'aspetto positivo che può avvantaggiare le PMI che rispettano i parametri richiesti dal veicolo, è rappresentato dal fatto che l'impresa avrà modo di valutare l'emissione di mini-bond per la "facilità" di trovare investitori, in un tempo ragionevole, che sottoscrivano le obbligazioni; la presenza di fondi di debito agevola il collocamento dei mini-bond e in modo particolare, ad oggi, vista la scarsa quantità di tali strumenti presente sul mercato, incentiva le piccole e medie imprese all' emissione obbligazionaria; poche sono le imprese di ridotte dimensioni che hanno vagliato o stanno analizzando la possibilità di ricorrere ai mini-bond come strumento di finanza alternativo, pertanto, grazie allo sviluppo di questi nuovi aggregatori, i fondi di debito hanno una buona probabilità che le loro emissioni siano interamente sottoscritte.

Dal lato dei sottoscrittori capiamo come lo strumento del fondo possa rappresentare un buon incentivo ad investire in mini-bond. In primo luogo, avvalendosi di un fondo intermediario, l'investitore gode di una sorta di diversificazione intrinseca nella sottoscrizione di quote del veicolo, pertanto si presenta un vantaggio nel sottoscrivere quote di un fondo rappresentative di un pool di mini-bond rispetto ad una singola emissione degli stessi grazie ad un frazionamento del rischio già inserito nell'investimento, fondamentale soprattutto per le categorie di strumenti trattati che comunque risultano più rischiose di quelle dei grandi emittenti.

Ad avvalorare quanto detto sopra si presenta un'ulteriore elemento: il taglio minimo di sottoscrizione. Nel caso di singole emissioni di mini-bond, l'investimento minimo richiesto per sottoscrivere il bond varia in base all'ammontare emesso, in media ammonta a circa 100.000 euro e solo per cinque imprese su trentuno è di 1000 euro, mentre per quanto attiene ai fondi il minimo sottoscrivibile è tra 50.000 e 100.000 euro, a parità di investimento quindi un rischio minore per i fondi di debito.

Infine, un ultimo vantaggio che i fondi determinano è rappresentato dal fatto che le remunerazioni cedolari sono elevate, ciò agevola la partecipazione di quegli investitori che sono a caccia di rendimenti più elevati rispetto ai titoli

di stato dei paesi europei; la maggior parte di questi soggetti sono investitori esteri.

Questi ultimi rappresentano più della metà dei soggetti ai quali vengono collocate quote di fondi di debito, infatti la sottoscrizione di quote da parte d'investitori istituzionali esteri è stata semplificata dalle modifiche apportate dal Piano Destinazione Italia: si è proceduto all'eliminazione, anche per gli investitori residenti in paesi *White-List*, della ritenuta del 26% su interessi corrisposti e proventi, equiparando la normativa per gli investitori esteri a quella per gli investitori, persone giuridiche, italiani.

Un punto a svantaggio per i fondi di debito, è caratterizzato però, dal ruolo preponderante che le banche hanno sia nell'organizzare le emissioni, sia per i canali distributivi di cui dispongono. Inoltre, i fondi di debito italiani nascono svantaggiati per il ruolo chiave che le banche assumono nel sistema finanziario italiano come indica la Legge Bancaria del 1936, per la quale l'attività di erogazione di credito è riservata agli intermediari finanziari quali banche e società vigilate. Al contrario, negli altri paesi europei come Germania, Francia, Inghilterra e Paesi Scandinavi, ai fondi chiusi è concessa l'attività di "direct lending".¹⁵⁴ I *credit funds* non rientrando quindi in quella categoria di intermediari che svolgono attività bancaria, non sono sottoponibili a quella stretta, ferrea, e altamente vigilata regolamentazione tipica delle banche.

Passando invece ad analizzare la tecnica della cartolarizzazione, questa apporta vantaggi a livello sistemico poiché lo strumento immette una buona quantità di liquidità sul mercato, quindi può rappresentare una modalità di rivitalizzazione del tessuto economico italiano per il riversarsi di finanza dai mercati all'economia reale.

La facoltà di cartolarizzare mini-bond consente alle banche di investire in questi strumenti, salvo poi per convenienza o necessità operare allo smobilizzo di portafoglio con la cessione delle obbligazioni ad una società costituita *ad hoc* per l'operazione. Questo comporta due significativi aspetti positivi: il primo è il miglioramento dei *ratios* patrimoniali in seno agli

¹⁵⁴ "L'alternativa dei mini-bond", Silvio Bencini e Guido Tabellini, Sole24Ore, 09 marzo 2014.

intermediari creditizi, il secondo è la creazione di un altro operatore nuovo che rappresenta un ulteriore soggetto investitore di mini-bond, ovvero sia le società veicolo SPV.

Infine, un ultimo aspetto importante è il fatto che i titoli mini-bond cartolarizzati possono coprire le riserve tecniche delle compagnie assicurative entro il limite del 3% grazie alle nuove disposizioni che il Piano Destinazione Italia ha inserito nel regolamento IVASS. Anche questo vantaggio, come quello derivante dalla costituzione della SPV, determina un incremento della diffusione di mini-bond e un ampliamento del mercato di questi strumenti.

Gli svantaggi della cartolarizzazione dei mini-bond sono principalmente quelli legati all'operazione: la possibilità di comportamenti opportunistici causati dalle azioni di originator e/o arranger nei confronti della SPV amplificati dal fatto che l'operazione possa essere opaca per la non trasparenza delle informazioni sulle imprese emittenti. L'originator (e l'arranger secondo un ambito di competenza più ridotto) può essere incentivato a selezionare le cessioni di obbligazioni mini-bond secondo le caratteristiche e l'evoluzione del merito creditizio dell'azienda emittente. Le banche, infatti, sono soggetti con accesso privilegiato alle informazioni che il mercato, invece, è in grado di recepire solo in un secondo momento.

Il rischio nell'operazione di cartolarizzazione di mini-bond è quello di emettere titoli poco trasparenti a causa di un *collateral* altrettanto opaco. La difficoltà maggiore per le emissioni obbligazionarie delle PMI e quella di valutarne la solidità finanziaria e capire se l'ammontare emesso è adeguato al progetto d'investimento al quale il finanziamento è strumentale, anche in questo caso, però, interviene a smorzare le problematiche l'effetto diversificazione dato dall'aggregazione delle obbligazioni in *pool*.

Conclusion

A causa della crisi (2007-2008) il canale di erogazione del credito è stato compromesso in tre modi che si influenzano e si amplificano reciprocamente. In primo luogo, per quanto concerne la quantità, l'erogazione del credito è decelerata rispetto agli anni ante-crisi e la distribuzione è estremamente eterogenea. Una seconda criticità è rappresentata dai prezzi, i bassi tassi ufficiali dell'Eurosistema non sono trasferiti sull'economia reale, quindi sui prezzi, specialmente in alcuni paesi tra i quali l'Italia. In ultimo, per quanto riguarda la distribuzione di credito, le PMI sono le maggiori vittime della congiuntura poiché sono affette sia dalla patologia dei prezzi che da quella della quantità, in particolare nelle economie più deboli.

Il canale del credito bancario è pertanto bloccato non tanto dal lato della domanda quanto da quello dell'offerta di credito, a causa soprattutto delle stringenti regolamentazioni in termini di requisiti patrimoniali e di valutazione dei rischi dei soggetti prenditori.

I risultati di questa inefficienza sono: in primis un aumento delle differenze tra paesi Core e Gipsi¹⁵⁵ a causa della trasmissione della politica monetaria; per le economie più deboli, la stretta creditizia porta ad un incremento del costo reale dell'indebitamento poiché i tassi di interesse reali aumentano mentre i prezzi relativi sono in calo. In secondo luogo l'efficienza allocativa dell'economia reale è lesa, poiché il credito non viene solitamente erogato a PMI o start-up, che sono per natura più rischiose, ma costituiscono anche quelle aziende che creano più ricchezza al Paese in quanto sono il 99% circa in Europa (dato che si replica in Italia).

Una soluzione al problema potrebbe essere per le imprese bypassare il canale del credito bancario e sostituire tale finanziamento con quello reperito sul mercato dei capitali. E' in questo scenario che si colloca lo strumento dei mini-bond. Il suo sviluppo potenziale è molto elevato considerando il

155 Acronimo usato per indicare le economie deboli all'interno dell'Eurosistema: Grecia, Italia, Portogallo, Spagna, Irlanda.

mercato target: aziende non quotate, ad esclusione di micro-imprese e banche, che siano finanziariamente solvibili.

Le imprese con le carte in regola per far ricorso all'emissione di mini-bond, per il Cerved Group, sono circa 35mila (su un totale di 156mila imprese prese in considerazione). Poche sono le società che ad oggi hanno utilizzato tale nuova tipologia di titolo e sono solo 35 gli strumenti quotati sul mercato ExtraMOT PRO.

Dopo aver analizzato, sia dal punto di vista giuridico, sia gli aspetti di mercato dei mini-bond si possono trarre delle conclusioni.

In primo luogo si evidenzia che il problema principale per gli investitori è costituito dall'opacità dell'operazione; poca trasparenza informativa sulle caratteristiche e sui dati di bilancio dell'emittente e sfiducia da parte degli investitori nei riguardi delle PMI che fronteggiano alti livelli di concorrenza e hanno prospettive di crescita limitate. In contropartita il procedimento per emettere un mini-bond risulta complesso: l'azienda ha bisogno di trovarsi uno sponsor (banca o Sgr) nel caso delle cambiali finanziarie; l'ultimo bilancio deve essere valutato da un revisore o una società di revisione per assegnare all'azienda un giudizio sul rischio che si accollano gli investitori sottoscrivendo obbligazioni della stessa. Infine vanno trovati degli intermediari finanziari, indipendenti dalla società emittente, che si occupino di strutturare, gestire e collocare i mini-bond. L'operazione congiuntamente dovrebbe essere più snella e le informazioni sul mercato più facilmente reperibili e limpide.

Emettere un mini-bond è anche finanziariamente dispendioso: sono da considerarsi, ai fini del calcolo delle spese, le commissioni pagate a tutti i soggetti che partecipano all'operazione, l'eventuale quotazione in borsa, le garanzie richieste al fine di ottenere un rating più elevato e il premio per il rischio. Il rendimento corrisposto agli investitori sintetizza la criticità delle imprese emittenti: dimensioni ridotte e pertanto un rischio di default maggiore rispetto ai grandi emittenti. La cedola risulta non competitiva rispetto al credito bancario infatti gli interessi ammontano in media tra il 6% e l'8%. Affinché lo strumento possa davvero essere considerato alternativo al

canale bancario devono essere introdotti degli incentivi maggiori per ridurre i costi di emissione e gli interessi.

Dal lato della domanda, un altro aspetto disincentivante, a causa delle nuove disposizioni del Governo (Decreto n. 66/2014), è l'aumento della tassazione sulle rendite finanziarie al 26% fino ad ora con aliquota 20%. La disposizione costituisce un freno per tutti quegli investitori che intendono acquistare mini-bond: alla fine l'investimento potrebbe non essere conveniente considerando unitamente la tassazione incrementata e il maggior rischio a cui l'investitore si sottopone nel finanziare imprese piccole e medie non quotate. I mini-bond affinché possano trovare maggior sviluppo, potrebbero rientrare a far parte di una categoria di *assets* fiscalmente protetta dal legislatore, quantomeno lasciando l'aliquota di tassazione al 20%.

I mini-bond, inoltre, sono uno strumento esclusivo: dal lato della domanda sono riservati solamente ad investitori istituzionali, sono quindi tagliati fuori i piccoli risparmiatori che non possono acquistarli; dal lato dell'offerta possono essere emesse da imprese di piccole e medie dimensioni oggettivamente individuate da indici occupazionali e finanziari.

Considerando il primo elemento di elitarietà, a differenza delle altre obbligazioni societarie o di Stato, non sono destinati alla clientela privata. Se da una parte può essere considerato un aspetto positivo, visto il profilo di rischio delle PMI italiane, note solo a livello locale, dall'altra si tratta di un mercato potenziale molto più ampio per cui un individuo retail dotato di una certa cultura finanziaria, potrebbe essere interessato ad avere a disposizione il segmento di mercato mini-bond. Si potrebbe proporre, pertanto, di concedere alla clientela privata la possibilità di entrare a far parte del pubblico degli investitori, o per mezzo di un mercato più trasparente e maggiormente regolato o quantomeno grazie alla creazione di un veicolo finanziario, come potrebbe essere un fondo di debito. Il veicolo sarebbe caratterizzato da una buona professionalità dei propri operatori e soprattutto da una quota d'ingresso inferiore rispetto ai tagli minimi richiesti agli investitori istituzionali al fine di agevolare la sottoscrizione di quote da parte dei privati.

Il secondo elemento di esclusività è dato dal fatto che per emettere un mini-bond è necessario appartenere alla categoria delle piccole e medie imprese (con fatturato dai 2 fino a 50milioni di euro); sono quindi escluse dalla possibilità di emettere queste obbligazioni le micro-imprese (con fatturato inferiore ai 2 milioni di euro e/o con numero di dipendenti inferiore a dieci). L'ambito potenziale al quale gli investitori potrebbero affacciarsi, con l'ingresso delle micro-imprese italiane nel computo di quelle società ammesse all'emissione, rappresenta circa il 90% del tessuto produttivo italiano e sono proprio queste le prime a soffrire della mancanza di erogazione di credito bancario. Secondo le analisi e i calcoli di CRIF, oltre 10mila micro-imprese rispondono ai requisiti di solvibilità ed indicatori finanziari per emettere i mini-bond.

Per ora lo strumento di mercato è inoltre un modo per aggirare il canale bancario ma l'emissione e la distribuzione dipendono comunque dalle banche. Lo strumento dei mini-bond consente alle imprese di finanziarsi attraverso il canale del mercato di debito, alternativo rispetto al credito erogato dagli istituti bancari: in assenza di un sistema di mercato poco sviluppato, le emissioni devono comunque dipendere dalle banche o da altri soggetti autorizzati indipendenti per essere sottoscritti poi dagli investitori istituzionali. Anche se, con il meccanismo dei fondi di debito, il bancocentrismo del sistema finanziario italiano potrebbe essere scalfito, sebbene rimangano sempre un gradino al di sotto dei loro maggior competitors, le banche, poiché in Italia, al contrario che negli altri paesi europei, i fondi chiusi non possono erogare credito diretto.

Infine, poiché fino ad ora i mini-bond non hanno avuto uno sviluppo così capillare come sperato, abbiamo visto come il legislatore si è posto in modo attivo per incentivare all'aggregazione di tali strumenti presso i veicoli finanziari dei fondi di debito e delle società veicolo per operare con la tecnica finanziaria della cartolarizzazione. Entrambi i canali hanno il vantaggio di non interferire con il meccanismo di allocazione di un'economia di mercato e consentono di far fronte al problema della scarsa liquidità dei titoli, consentendo di raggruppare un elevato numero di mini-bond in modo da

diversificare il rischio di portafoglio con la presenza di tali strumenti emessi da più imprese. Inoltre è anche importante precisare il fatto che il fondo chiuso è quotato sul mercato, perciò l'agevolazione alla negoziabilità dei titoli aumenta e lo stesso si potrebbe pensare per gli ABS, una volta implementati, in merito alla facilità di classamento.

Per quanto riguarda i *credit funds*, che ad oggi sono circa una ventina, dopo due anni di tempo e due decreti volti a snellire le pratiche, i risultati sono esigui e poco rilevanti, nonostante i numerosi tentativi dei fondi stessi sia di origine bancaria che di società indipendenti, di pubblicizzazione del veicolo al fine di ottenere la piena sottoscrizione delle quote da parte degli investitori qualificati.

Recentemente, per fronteggiare il problema della scarsa reperibilità di investimenti nelle quote dei fondi costituiti *ad hoc* per l'investimento in mini-bond, è stato invocato l'aiuto dello Stato, come già accaduto in Europa (Francia e Inghilterra), quindi è stato progettato e presentato un nuovo fondo promosso dal Fondo Italiano d'Investimento, in accordo con Cassa Depositi e Prestiti, che andrà ad acquistare quote dei fondi specializzati in mini-bond, rappresentando così un notevole elemento volto a sbloccare la situazione dei *credit funds*.

Resta poi da testare la cartolarizzazione che potrebbe rappresentare davvero una svolta significativa per la diffusione degli strumenti dei mini-bond.

L'operazione non è priva di rischi. La problematica per eccellenza riscontrabile nella tecnica della cartolarizzazione è la possibilità di un collateral di scarsa qualità. La criticità è arginata dai requisiti di emissione degli *Assets-Backed Securites* (ABS) europei con livelli di trasparenza garantiti dall'istituzione dei requisiti di *loan-by-loan reporting* nell'Eurosistema e altrove. L'iniziativa è stata implementata dal primo gennaio 2014 e stabilisce requisiti informativi *ad hoc* per ciascuna categoria di *collateral* a copertura del titolo emessi nell'area euro. Lo scopo principale è quello di aumentare la trasparenza e rendere disponibili tempestivamente informazioni sui prestiti sottostanti e sulle loro performance di mercato. La pratica è doppiamente efficace, perché sono gli investitori che hanno il compito di effettuare la *due*

diligence sugli ABS e di verificare che i creditori si siano conformati ai requisiti di ritenzione del rischio. Questo intervento è volto al rilancio della tecnica finanziaria di trasferimento del rischio di credito che da dopo la crisi invece era stata messa da parte.

La seconda fonte di rischio derivante dagli ABS è costituito dalla loro struttura. Gli ABS sono strumenti complessi, che coinvolgono molte parti di una transazione e che possono presentarsi in una serie di costruzioni, ma la maggior parte degli attuali dell'UE sono meri contenitori statici adibiti alla vendita. Inoltre gli ABS *senior* delle PMI europee in genere hanno un pesante *credit enhancement* maggiore di quasi tutti gli altri ABS *senior* dell'UE. Oltre al rafforzamento del credito, i criteri di idoneità delle garanzie a sostegno dell'operazione che influiscono sulla loro struttura, sono diventati più rigorosi.¹⁵⁶

Analizzando quindi la situazione sappiamo tre cose: per prima cosa, prestare denaro alle PMI nelle economie deboli è rischioso; per secondo molte banche si mostrano riluttanti ad assumere ulteriori rischi nei loro bilanci; infine, ci sono molti investitori non bancari in Europa e all'estero, alla ricerca di possibilità di investimento con scadenze e ritorni che corrispondono ai loro profili di rischio (assicurazioni, fondi pensione, *hedge fund*).

Si crea così una complementarità di interessi: da un lato alcune banche possiedono *asset* con rischi e oneri patrimoniali che non vogliono assumersi e dall'altro lato ci sono investitori disposti a sopportare tali rischi a fronte di un rendimento più elevato.

Ci sono poi, quelle banche che vogliono tenere in portafoglio titoli cartolarizzati. E' infatti possibile ottenere l'accesso ai finanziamenti (da parte della BCE) in caso di emergenza; potente incentivo per gli emittenti di ABS a strutturare offerte di qualità relativamente alta.

Pertanto, per rendere realmente efficace lo strumento dei mini-bond, per far sì che raggiunga effettivamente gli scopi ultimi per i quali è stato ideato,

¹⁵⁶ Cfr. Discorso di Yves Mersch membro del consiglio esecutivo della BCE al Deutsche Boerse Clearstream "Exchange of Ideas", *Banche, PMI e cartolarizzazione*, Londra, 7 aprile 2014.

ovvero approvvigionamento finanziario per le PMI e rappresentare uno strumento alternativo al credito bancario, è importante provare tutte le strade messe a disposizione dalla regolamentazione.

APPENDICE 1- MINI-BOND EMESSI E CARATTERISTICHE

Tabella A: Il mercato ExtraMOT PRO:

- Emissioni di mini-bond <50mln euro

Emittente	Settore	Scadenza	Amontare	Tipologia	Cedola	YTM	Duration
BUSCAINI ANGELO	Food-Retail	08/04/2015	€ 10.000.000	Camb. fin.	7,0	7,20%	1,1
FIDE	Finance-Other Services	03/06/2016	€ 2.700.000	Obbl.	Euribor 3M+275	3,01%	0,1
CAAR	Engineering/R&D Services	01/07/2018	€ 3.000.000	Obbl.	6,5	6,47%	2,1
IFIR 2015	Finance-Consumer Loans	02/02/2015	€ 114.000	Obbl.	4,3	4,22%	1,0
IFIR 2016	Finance-Consumer Loans	02/02/2016	€ 1.000.000	Obbl.	5,5	5,67%	2,4
IFIR 2017	Finance-Consumer Loans	02/08/2017	€ 2.570.000	Obbl.	6,3	7,73%	3,2
PRIMI SUI MOTORI	Computer Graphics	08/08/2016	€ 16.800.000	Obbl.	9,0	9,19%	2,3
ETT	Consulting Services	30/09/2014	€ 500.000	Obbl.	6,0	5,91%	2,4
FILCA COOPERATIVE	Bldg-Residential/Commer	30/09/2019	€ 9.000.000	Obbl.	6,0	5,98%	2,8
SUDCOMMERC	Real Estate Oper/Develop	09/10/2018	€ 22.000.000	Obbl.	6,0	5,96%	4,1
MERIDIE	Invest Mgmt/Advis Serv	12/11/2015	€ 4.000.000	Obbl.	8,0	8,15%	1,6
GRAFICHE MAZZUCHELLI	Printing-Commercial	31/12/2019	€ 2.000.000	Obbl.	8,0	8,24%	4,7
MICROCINEMA	Digital technology	29/01/2017	€ 1.500.000	Obbl.	8,1	8,13%	2,5
MILLE UNO BINGO	Commercial Services	15/11/2018	€ 9.000.000	Obbl.	Euribor 3M+560	5,94%	0,0
GPI	Computer Graphics	30/06/2018	€ 3.750.000	Obbl.	5,5	5,49%	3,9
IACOBUCCI	Engineering/R&D Services	20/12/2017	€ 4.950.000	Obbl.	8,0	8,25%	2,1
ALESSANDRO ROSSO	Travel Services	20/12/2018	€ 4.000.000	Obbl.	10,0	10,65%	3,9
FIN INTERNAZIONALE	Investment Companies	22/01/2015	€ 12.000.000	Camb. fin.	5,0	5,06%	0,9
TERNIENERGIA	Energy-Alternate Sources	06/02/2019	€ 25.000.000	Obbl.	6,9	6,87%	4,4

OUTSTANDING: € 133,9 milioni **SIZE:** € 1-25 milioni *Dati al 06/02/2014; size < € 50 mln*

AVG: € 7 milioni **TENOR:** 5-7 anni

Duration: ca. 4,7 anni **Yield:** 5%-10%

GARANZIE: Unsecured - No Covenants

- Emissioni di mini-bond >50mln euro

Emittente	Settore	Scadenza	Amontare	Tipologia	Cedola	YTM	Duration
MANUTENCOOP FACILITY	Building-Maint&Service	01/08/2020	€ 425.000.000	Obbl.	8,5	7,25%	3,8
TEAMSYSTEM HLDG SPA	Computer Software	15/05/2020	€ 300.000.000	Obbl.	7,4	6,53%	3,7
CERVED GROUP SPA	E-Marketing/Info	15/01/2020	€ 300.000.000	Obbl.	6,4	5,19%	1,8
CERVED GROUP SPA	E-Marketing/Info	15/01/2019	€ 250.000.000	Obbl.	Euribor 3M+537	5,29%	0,2
CERVED GROUP SPA	E-Marketing/Info	15/01/2021	€ 230.000.000	Obbl.	8,0	6,91%	4,2
IVS F SPA	Commercial Services	01/04/2020	€ 200.000.000	Obbl.	7,1	6,33%	3,6
SISAL HOLDING IST DI PAG	Internet Gambling	30/09/2017	€ 275.000.000	Obbl.	7,3	6,78%	1,1
GAMENET SPA	Internet Gambling	01/08/2018	€ 200.000.000	Obbl.	7,3	6,95%	3,1
RHINO BONDCO S.P.A	Auto/Trk Prts&Equip-Repl	15/12/2019	€ 200.000.000	Obbl.	Euribor 3M+550	5,74%	0,1
RHINO BONDCO S.P.A	Auto/Trk Prts&Equip-Repl	15/11/2020	€ 215.000.000	Obbl.	7,3	6,46%	4,0
MARCOLIN SPA	Optical Supplies	15/11/2019	€ 200.000.000	Obbl.	8,5	7,39%	3,9

OUTSTANDING: € 2.795 milioni **SIZE:** € 200-425 milioni *Dati al 06/02/2014; size < € 50 mln*

AVG: € 254 milioni **TENOR:** 2-7 anni

DURATION: c.a. 4,2 anni **Yield:** 5%-8%

GARANZIE: Unsecured - Covenants

Fonte: Elaborazione Bloomberg, Borsa Italiana- 06 febbraio 2013

La Tabella A riporta in modo schematico tutto il mercato ExtraMOT PRO, costituito da un totale di 35 strumenti emessi per una raccolta complessiva di 2.929mln di euro. Il mercato dei Mini-bond, considerato quello con taglio di emissione entro i 50mln di euro, però rappresenta solo il 5% della fetta del

segmento di mercato mentre il rimanente 95% è costituito da altri bond con un taglio superiore ai 50mln di euro.

I Mini-bond (e cambiali finanziarie) quotati sull'ExtraMOT PRO sono, in conseguenza a quanto riportato sopra, arrivati ad essere 20 strumenti (19 in tabella e una non inserita poiché Jsh Group ha emesso mini-bond il 30 gennaio 2014 sul mercato pertanto non figura in tabella) con le nuove emissioni di gennaio (2014).

Si considerano poi le caratteristiche relative alle emissioni:

- Emissioni Rated vs Unrated:

i titoli dotati di rating pubblico sono una minoranza (Filca, Iacobucci e Jsh Group, tutti con rating di Crif).

- Emissioni Bullet vs Amortizing:

nella maggioranza dei casi, sono bond *bullet*, con rimborso dell'intero capitale a scadenza, mentre solo 5 sono quelli di tipo *amortizing*, cioè con rimborso a rate nel corso della vita del titolo. Soluzione, questa, che rende meno rischiosi i titoli stessi.

- Elementi accessori:

la maggior parte dei mini-bond sul mercato, prevede opzioni *call*, cioè di rimborso anticipato dei titoli, per consentire agli emittenti di estinguere anticipatamente il debito non proseguendo con il pagamento di alti tassi di interesse, nel caso in cui dovessero avere incassi anticipati rispetto alle previsioni.

- Cedola d'interessi:

la media è del 6-7% per scadenze massime di 4-5 anni. I rendimenti più alti sono

offerti da Alessandro Rosso Group (10% ad agosto 2016), Primi sui Motori (9% a dicembre 2018) e Microcinema (8,125% a gennaio 2017), seguono con l'8% Grafiche Mazzucchelli, Iacobucci e Meridie.

- Emissioni Secured vs Unsecured:

solo le cambiale finanziarie BUSCAINI ANGELO e FIN INTERNAZIONALE prevedono una garanzia a favore degli investitori. La normativa, infatti, richiede che, in assenza dell'acquisto da parte dello sponsor pari ad almeno il 5% del valore dell'emissione, la cambiale finanziaria sia dotata di una garanzia che copra almeno il 25% del totale dell'emissione. In contropartita i mini-bond non hanno necessità né di uno sponsor né di una garanzia.

- Emissioni "su misura":

possibilità che l'emissione sia internamente sottoscritta dallo stesso investitore.

Per avere una immagine immediata dello scenario del mercato mini-bond vediamo come in Tabella B sono disposti i titoli nella mappa di posizionamento che lega gli strumenti dei mini-bond (i cerchi nello schema) secondo due variabili: la durata del bond e la cedola d'interesse.

La dimensione dei cerchi aumenta all'aumentare dell'emissione mentre il colore differenzia le emissioni con rating pubblico e quelle *unrated*.

Tabella B: ExtraMOT PRO il panorama italiano (bond < 50 mln euro)



Fonte: Elaborazione Bloomberg, Borsa Italiana- 06 febbraio 2014

Bibliografia

Renzo A. Castelnovo, (2005), *Verso un sistema finanziario e bancario europeo? Aspetti generali dell'analisi comparata tra sistemi finanziari*, Quaderni di Ricerca n.60, Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi.

Laura Bartiloro, Riccardo De Bonis, Andrea Generale e Irene Longhi, *Le strutture finanziarie dei principali paesi industriali: un'analisi di medio periodo*, Banca d'Italia, Servizio Studi sessione 4: Confronti internazionali..

Allen, F., Gale, D., *Comparing Financial Systems*; MIT Press; (2000).

De Cecco, M., *Sulla Convergenza dei Sistemi Finanziari* in N. Bellanca, M. Dardi e T. Raffaelli (a cura di) *Economia senza gabbie. Studi in onore di Giacomo Becattini*, il Mulino, Bologna; (2004).

Rybczynsky, T.M., *Industrial Finance System in Europe, U.S. and Japan»* in *Journal of Economic Behavior* - Il sistema finanziario , pp. 275-286; (1984).

Keynes, J.M. (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, McMillan, Londra. Edizione italiana *La Teoria Generale dell'Occupazione, dell'Interesse e della Moneta* (2005), UTET, Torino.

Affinito, M., De Bonis, R., Farabullini, F., (2003), *Concorrenza e convergenza tra i sistemi bancari dell'area dell'euro*, Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi, Quaderni di Ricerche n. 40.

Bertero, E., (1994), *The banking system, financial markets, and capital structure: some new evidence from France*, *Oxford Review of Economic Policy*.

Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Fabio Panetta, *Un sistema finanziario per la crescita*, The Adam Smith Society: "Il risparmio degli italiani è al sostegno della crescita?" (27 gennaio 2014).

VI Commissione Camera dei Deputati (Finanze), *Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva sugli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali*, Testimonianza di Giorgio Gobbi (Segreteria Tecnica per l'Eurosistema e la Stabilità Finanziaria) Banca d'Italia, Roma, 16 ottobre 2013.

Confindustria Emilia-Romagna, Confindustria Piemonte, Confindustria Puglia, Piccola Impresa, *Indagini sulla situazione finanziaria e i rapporti banca impresa*, (2013).

Ambra Redaelli, Gruppo per la crescita Bocconi, *Spunti per l'intervento del Presidente di Piccola Industria Lombardia*, (2011).

Isidoro Trovato, *Crescita Minibond nel motore Sono 35 mila i possibili emittenti*, Corriere della sera, (28 ottobre 2013).

Europa rapporto sulle medie imprese: nonostante crisi struttura finanziaria robusta, Agenzia economica giornalistica d'Abruzzo, (18 marzo 2013).

Alessandro Pellegatta (UBI Banca), *Capitalizzazione e fonti di finanziamento delle PMI italiane: analisi delle principali criticità e prospettive*, (Milano 5 maggio 2013).

Banca d'Italia, *Relazione Annuale*, (2011).

Sebastiano Di Diego e Fabrizio Micozzi, *Fattori critici di successo delle PMI italiane e rafforzamento del capitale proprio*, DM Partnersin collaborazione con Borsa Italiana.

Francesco Pacifici Segreteria Tecnica del Ministro, Ministero dello sviluppo economico, *Decreto Sviluppo: un anno dopo*, (Ancona, 2 dicembre 2013).

---, *I nuovi strumenti finanziari a disposizione delle imprese*, Economy 2050, (10 maggio 2013).

---, *Come aggirare il credit crunch: il successo dei corporate bond in Italia*, Economy 2050, (15 maggio 2013).

---, *La Crescita in Italia può ripartire da un nuovo patto tra banche e imprese*, Economy 2050, (10 maggio 2013).

Istat. 2013a, *Rapporto sulla competitività dei settori produttivi*. Roma: Istat.

Istat. 2013b. *Le prospettive per l'economia italiana nel 2013-2014*. Roma: Istat.

SACE. 2012. *Quando l'export diventa necessario*. Rapporto Export 2012-2016, dicembre

Indebitamento delle società italiane, LINCE, (2007).

Giancarlo Giudici, *Ruolo e impatto dei Mini-bond sulla gestione finanziaria delle imprese*, Camera di Commercio Milano, Politecnico di Milano – School of Management, Mini-bond meeting: Milano – 18 dicembre 2013.

Stefano Costa e Simona Costagli, *I rapporti banca PMI in Italia: considerazioni a margine del dibattito*. (Pavia- Università 7-8 ottobre 2004).

CommunityCib della SdaBocconi, *Relazione Conclusiva del Cib 2013 Management Executive Program di SdaBocconi, Finanza e crescita dopo la crisi (Intervento del Direttore Generale della Banca d'Italia Salvatore Rossi)*, (Milano, 14 novembre 2013).

Rapporto Trimestrale n° 34 – Andamenti congiunturali, Osservatorio permanente sui rapporti Banca-Impresa (Aprile 2013).

Paola Borgini, Maria Luisa Di Battista, Laura Nieri, Arturo Portarniello, *Il sistema finanziario*; ed. Mulino (2004).

Flavio Guidi, *Figli, capitale in azienda*, FrancoAngeli, (2005).

Bianco M, S.Giacomelli, e S.Rossi, *L'impresa familiare: un'anomalia italiana?*, il Mulino (2012).

Mauro Patrussi, *Le PMI devono superare l'handicap della sottocapitalizzazione*, *Impresa Informa* (mensile della CNA di Arezzo) anno VI - n. 11 del 24/11/2008.

E. Monti, *Manuale di finanza per l'impresa*, Isedi (ed. 2011).

G. Ferri e V. D'Apice, *Crisi finanziarie e regolamentazione*, Carrocci editore, (2011).

G. Ferri e V. D'Apice, *Financial Instability: Toolkit for interpreting boom and burst cycles*, Palgrave MacMillan Studies in Banking and Financial Institutions, (2010).

Banca d'Italia, *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*, indagine Invind (2011).

Confcommercio Venezia, *Le piccole e medie imprese in Italia*, (2006).

Mignoli A., *Le partecipazioni agli utili nelle società di capitali*, Milano, (1966).

Testo normativo D.L. 22 giugno 2012, n. 83, *Decreto Sviluppo* (2012).

Testo normativo D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, *Decreto Sviluppo bis* (2012).

Testo normativo D.L. 23 dicembre 2013, n. 145, *Piano Destinazione Italia*,(2013).

Testo normativo *Basilea II*, Stability Basel Committee on Banking Supervision, (*full version-2006*).

Testo normativo *Basilea III*, Stability Basel Committee on Banking Supervision, (2010 aggiornato al 2011).

Testo normativo in materia di cartolarizzazione Legge n. 130 del 1999.

Assonime, Circolare n. 39 del 16 dicembre 2013, *Le innovazioni sulla finanza d'impresa: cambiali finanziarie, obbligazioni subordinante e partecipative*.

---, *Quanto costa un mini-bond*, BeBeez, 21 gennaio 2014.

---, *Minibond e accesso al credito. Tutte le nuove norme introdotte dal Decreto Destinazione Italia*, BeBeez, 13 gennaio 2014.

Minibond istruzioni per l'uso, a cura di Roberto Calugi e Gianmarco Paglietti, Camera di Commercio Milano, (2014).

Claudio D'Auria, Allen & Overy, *Il sistema delle garanzie a supporto dell'emissione di minibond*, Diritto Bancario approfondimenti (Marzo 2014).

Ilaria Vesentini, *Minibond. Cinquemila aziende in lizza*, Sole24Ore, 29 gennaio 2014.

Paolo Bricco, *Mini-bond, un mercato da 100 miliardi*, Sole24Ore, 11 agosto 2013.

Paolo Bricco, *Mini-bond, investitori cercasi*, Sole24Ore, 8 giugno 2013.

Alberto Ronchetti, *Nel 2014 liquidità «privata» per le Pmi*, Sole24Ore, 10 gennaio 2014.

Mario Quagliariello, *Dall'analisi della qualità degli attivi allo stress test europeo. Asset quality assessment and stress test for European banks*, EBA, (2013).

---, *Ma le imprese devono diventare meno «bancocentriche» La soluzione è nelle obbligazioni corporate per tutti*, Corriere della Sera, 24 gennaio 2014.

Le nuove opportunità di finanziamento per le PMI: novità normative e vantaggi fiscali introdotti dal "Decreto Crescita", materiale informativo Studio legale Zitiello e Associati, (Milano 23 settembre 2013).

Esiste un mercato dei Mini-bond in Italia?, materiale informativo Cerved Group, (ottobre 2013).

Adriano Bonafede, Tutti pazzi per i "fondi di debito" i finanziamenti alternativi per le Pmi, La Repubblica, (15 luglio 2013).

E. Monti, *La finanza strutturata: prospettive dopo la crisi*, (Roma dicembre 2010).

Avv. Francesco Caputo Nasseti, *Mini-bond- la riforma introdotta dal D.L. "Destinazione Italia" e lo sviluppo del mercato*, materiale convegno Paradigma, Milano (17 febbraio 2014).

Avv. Andrea Silvestri, *Profili critici e aspetti evolutivi del regime fiscale dei minibond. Le novità del D.L. "Destinazione Italia"*, materiale convegno Paradigma, Milano (17 febbraio 2014).

Angelo Ragnoni, *Nuovi strumenti di finanziamento per le imprese*, materiale convegno Paradigma, Milano (17 febbraio 2014).

Banca intermobiliare di investimenti e gestione SPA, *Minibond. Prime esperienze del settore bancario dell'emissione*, materiale convegno Paradigma, Milano (17 febbraio 2014).

KPMG, *Finanza per la crescita: corporate bond e strumenti alternativi*, (2013).

Christopher Emsden, *Smaller italian companies turn to Bond Market*, Wall Street Journal, (4 giugno 2013).

Massimo Degli Esposti, *Decollano ExtraMot Pro e minibond. La stretta fa meno paura*, borsaitaliana.it.

Silvio Bencini e Guido Tabellini, *L'alternativa dei mini bond*, Sole24Ore, (9 marzo 2014)

---, *Minibond, tutte le caratteristiche di quelli già emessi*, BeBeez, (10 febbraio 2014).

Claudio Gatti; *The 183 Strings Tying Italian Banks to the EBA*, Sole24Ore, 19 febbraio 2014.

Floriana Liuni; *Minibond, cinque ostacoli allo sviluppo*, *EconomiaWeb*, (13 marzo 2014).

Zenit SGR, Presentazione: *Fondo Progetto MiniBond Italia*.

Patrizia Puliafito, *Minibond i fondi aprono la caccia*, *Corriere della Sera*, (10 marzo 2014).

Monte dei paschi, Confindustria, Unindustria, Finanza Internazionale; Presentazione: *Fondo Minibond PMI Italia*, Auditorium Banca Monte dei Paschi di Siena, Sala Minghetti, (Roma 22 luglio 2013).

Sitografia

www.borsaitaliana.it

www.ilsole24ore.it

www.finance.yahoo.com

www.dirittobancario.it

www.bancaditalia.it