

*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*

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

- 3.0 *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*

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*

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

Riassunto

L'elaborato ha come obiettivi l'analisi dello strumento di finanziamento dei mini-bond, e capire se tali gli stessi possono rappresentare, in Italia, un canale alternativo al credito bancario; pertanto le domande alle quali intende dare risposta sono sostanzialmente:

1. Cosa sono i mini-bond

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.

2. Chi può emettere mini-bond

Possono emettere mini-bond le imprese di medio-piccole dimensioni, ad esclusione di micro-imprese e imprese non finanziarie (es. banche) a condizione che siano finanziariamente solvibili. Specificatamente, i soggetti abilitati sono società di capitali (Spa, Srl, Sapa), società cooperative e mutue assicuratrici. Ne consegue, al contrario che i soggetti ai quali è fatto divieto emettere tali strumenti sono le imprese individuali, le società di persone e le altre forme associative di esercizio di impresa.

La classificazione dimensionale delle imprese considera come indicatori di riferimento limiti occupazionali e finanziari (come si evince dall' articolo 2 della raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea, del 6 maggio 2003.): pertanto 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.

3. Perché nascono i mini-bond

I mini-bond sono strumenti del mercato di debito che nascono per fronteggiare due ordini di problemi maggiormente accentuati nelle imprese di dimensioni ridotte:

- L'eccessivo sbilanciamento della struttura finanziaria delle imprese italiane verso i finanziamenti bancari (c.d. banco-centrismo): tra le forme di copertura del fabbisogno finanziario, il finanziamento bancario rappresenta in Italia il 66,5% dei debiti delle imprese, contro una media europea del 50%.
- La forte stretta creditizia che da dopo la crisi finanziaria del 2007-2008 ha impedito alle imprese italiane di accedere alle risorse finanziarie di cui necessitavano a costi ragionevoli. Le cause del c.d. *credit crunch* sono da riscontrarsi anche nelle disposizioni sempre più stringenti in termini di requisiti di capitali richiesti alle banche da parte del Comitato di Basilea e nelle nuove regole istituite dall'EBA in merito alla valutazione degli attivi di bilancio e il merito creditizio dei prenditori.

La necessità che viene evidenziata è quella di ribilanciare la struttura finanziaria delle imprese italiane verso un sistema maggiormente orientato al mercato perciò considerando che circa il 95% delle imprese italiane sono di dimensioni medio-piccole, sono stati introdotti dal legislatore degli strumenti *ad hoc* al fine di potenziare il mercato dei capitali di debito in Italia e di aiutare le imprese a reperire le fonti di finanziamento che le banche non concedono.

4. Quali sono gli interventi normativi a sostegno dello strumento

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 contenuti nei "Decreti crescita" del 2012 e nel "Decreto Destinazione Italia" del 2013.

I primi 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 secondo, 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.

5. Come si struttura l'operazione e chi sono i soggetti coinvolti

L'emissione dei mini-bond è la scelta risultante di un processo decisionale a tutti gli effetti.

Si vengono a delineare delle fasi specifiche riferibili all'operazione: Studio della fattibilità; Strutturazione del prestito obbligazionario; Regolamento del prestito; Rating; Pre-marketing; Delibere societarie; Prospetto/istruttoria per la quotazione; Ricerca investitori; Collocamento sul mercato degli investitori istituzionali.

I soggetti che partecipano all'operazione sono:

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 predispone: 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.

Importante è anche il ruolo delle garanzie con riferimento al nuovo regime normativo.

6. Come fronteggiare le criticità dei titoli

I fondi di debito e gli ABS 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 fronteggiano 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 ABS agiscono da aggregatori, cioè non acquistano solo il titolo emesso da una singola impresa, bensì procedono alla sottoscrizione di molte emissioni obbligazionarie in mini-bond. Le quote dei fondi e i titoli emessi dalla SPV, di conseguenza, saranno rappresentativi dell'intero

portafoglio il quale è caratterizzato da un buon grado di diversificazione e perciò l'investimento risulta meno rischioso della singola emissione per il principio di compensazione delle perdite con i guadagni derivanti dalle operazioni andate a buon fine. Inoltre gli stessi, poiché quotati sul mercato comportano una maggior facilità di classamento.

Conclusione

Lo sviluppo potenziale del mercato dei mini-bond è molto elevato considerando il target a cui è indirizzato: aziende non quotate, ad esclusione di micro-imprese e banche, che siano finanziariamente solvibili: per il Cerved Group, sono circa 35mila (su un totale di 156mila imprese prese in considerazione).

Però il mercato non riesca a decollare, 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.

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 50 milioni 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 10 mila 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 banco-centrismo 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 emesso 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 costituita 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.

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, 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.

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 Behav-II 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 enterpreting 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 interbancaria 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