

ABSTRACT: METODI ALTERNATIVI DI FINANZIAMENTO DEL CAPITALE DI DEBITO

Il presente lavoro si propone di analizzare le novità introdotte dal Decreto Sviluppo, partendo da uno studio preliminare del contesto sociale ed economico del sistema italiano, per comprendere le ragioni di tale intervento e dei successivi, che hanno integrato la disciplina.

Il panorama finanziario italiano si contraddistingue per tre elementi fortemente caratterizzanti: un cospicuo risparmio delle famiglie, un'accentuata frammentazione del sistema produttivo in piccole e medie imprese, un forte banco centrismo.

Il risparmio in Italia si assesta tra i livelli più alti di tutta l'Europa, tuttavia tali risorse vengono impiegate in depositi bancari o titoli di Stato, non per il finanziamento dell'imprenditoria.

Quest'ultima è composta da imprese medie e piccole, di natura prevalentemente familiare, i cui fatturati non sono idonei a coprire il fabbisogno finanziario, rendendo necessario il ricorso al capitale di terzi.

Ruolo principale nel finanziamento delle attività imprenditoriali è rivestito dalle banche, le quali costituiscono il primo e più importante intermediario tra le famiglie – che possiedono liquidità e sono disposte ad investirla – e le imprese – per le quali è indispensabile un aiuto esterno.

Questo ruolo di intermediazione può essere rivestito anche dai mercati, piattaforme sulle quali le società possono reperire direttamente i capitali da parte

dei finanziatori tramite l'emissione degli strumenti finanziari, e sui quali agiscono gli investitori finanziari, che nel sistema italiano hanno un ruolo solo marginale.

La grande presenza delle banche nello scenario italiano ha rallentato lo sviluppo di canali alternativi di finanziamento alle imprese, e questo comporta delle debolezze del sistema che si sono evidenziate a seguito della crisi del 2008 e dell'andamento sfavorevole della congiuntura economica.

Le banche hanno infatti irrigidito i requisiti per la concessione di mutui e le PMI non sono in grado di soddisfarli; il mancato sviluppo dei mercati e degli investitori finanziari ha generato un circolo vizioso a svantaggio delle società.

Anche la quotazione in Borsa non è una via percorribile da parte delle imprese, poiché non hanno la possibilità di sostenere i costi della quotazione, e non sono dotate di una trasparenza tale da sottoporsi al rigido controllo del mercato, richiesto per l'accesso in Borsa.

Le regole che disciplinano questo sistema sono previste dal TUB – Testo Unico bancario – e dal TUF – Testo Unico sulla Finanza – che individuano le autorità preposte a livello nazionale alla vigilanza – la Banca d'Italia, la Consob, l'Isvap, la Covip e l'Agcm – i tipi di vigilanza – regolamentare, informativa ed ispettiva, con le relative finalità – e il riparto di tali competenze.

Il controllo esiste anche a livello europeo, in cui la vigilanza spetta al SEVIF – Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria – costituito a sua volta da tre autorità competenti ciascuna per la banca – EBA – per i mercati finanziari – ESMA – e per le assicurazioni – EIOPA. Per concludere il quadro, è stato istituito il CERS, un Comitato europeo per il rischio sistemico, incaricato della vigilanza macro prudenziale.

Questo sistema di vigilanza è il frutto di numerosi provvedimenti assunti con l'intento di rafforzare la sorveglianza sul sistema finanziario europeo, in seguito alle criticità emerse in seguito alla crisi.

Tutto il sistema finanziario è stato, ed è tutt'ora, oggetto di numerosi interventi normativi, volti ad adeguare le regole ad una realtà in continuo sviluppo.

Basti pensare ai Regolamenti e alle direttive europee, di cui la più importante è la MiFID, che dettano la disciplina di coordinamento tra le autorità nazionali di regolamentazione, per consentire l'applicazione di una normativa uniforme, norme di vigilanza prudenziale valide per tutte le banche e le imprese di investimento, definiscono e specificano i prodotti finanziari e il ruolo degli intermediari nella loro emissione, e disciplinano il mercato finanziario europeo.

Tra i provvedimenti più importanti che siano stati assunti, ricordiamo le regole introdotte dai tre accordi di Basilea, che costituiscono l'inquadramento di base del sistema finanziario europeo.

Il primo di essi è stato sottoscritto nel 1988 dalle Banche Centrali del G 10, che hanno definito il più importante strumento di vigilanza prudenziale, il coefficiente di solvibilità – che impone alle banche l'obbligo di rispettare un rapporto dell'8% tra il patrimonio e il complesso delle attività ponderate per il rischio di perdita a causa di debitori inadempienti.

Questo strumento è stato introdotto nell'ottica della creazione di un mercato unico europeo, permettendo agli intermediari di raggiungere un pari livello di standardizzazione contabile.

Tuttavia le grandi banche hanno considerato tale percentuale un limite all'espansione dell'attività, non consentendo un controllo sulla qualità del rischio assunto.

Si è giunti a Basilea II, nel 2004, con l'adozione dei tre grandi pilastri della vigilanza: requisiti patrimoniali minimi, controllo prudenziale dell'adeguatezza patrimoniale, disciplina del mercato, ulteriormente rielaborati ed integrati nel 2010, con Basilea III.

Tale ultimo accordo, assunto in seguito alla crisi del 2008, ha lo scopo di rafforzare le banche, introducendo un livello più alto di patrimonializzazione, aggiornando i metodi di calcolo del rischio di controparte, concentrandosi soprattutto sulla *leverage ratio*.

Per leva intendiamo l'effetto moltiplicativo della differenza tra redditività del capitale investito e costo del capitale di debito dell'impresa, misurato dal rapporto tra mezzi propri e di terzi.

Tutta quest'attenzione all'attività bancaria riflette il ruolo fondamentale che essa ricopre, non solo in Italia, ma nel contesto internazionale.

A livello europeo, la banca è "l'impresa la cui attività consiste nel ricevere depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico e nel concedere crediti per conto proprio"; a livello nazionale, l'attività bancaria è qualificata dall'art. 10 TUB quale raccolta di risparmio ed esercizio del credito, con carattere d'impresa.

In Italia, la banca è l'unica che può esercitare congiuntamente, professionalmente e nei confronti del pubblico, la raccolta del risparmio e l'erogazione del credito.

Relativamente all'impresa, invece, essa è un organismo economico dotato di capitale, mezzi di produzione e forza lavoro, che esercita un'attività economica professionalmente organizzata, volta alla produzione e allo scambio di ben e servizi.

Distinguiamo le imprese di grandi dimensioni, che godono di solidità patrimoniale, economica e finanziaria, dalle piccole e medie imprese, che caratterizzano il sistema italiano, e che sono meno stabili finanziariamente, incontrando maggiori difficoltà nel reperimento dei capitali.

Tuttavia, le PMI costituiscono il motore dell'economia europea, rappresentando il 99,8% delle imprese di tutta l'Europa.

Affinché un'impresa possa rientrare in tale definizione, deve essere in possesso dei requisiti in termini di effettivi, fatturato annuo e totale di bilancio annuo stabiliti dalla Raccomandazione 2003/361 CE.

Abbiamo già riscontrato che una delle criticità legate a questa realtà imprenditoriale è l'eccessivo ricorso al canale bancario per il finanziamento.

L'indebitamento, di per sé, apporta molteplici vantaggi per una società: l'acquisto di obbligazioni non comporta l'acquisizione dello *status* di socio, ma dà diritto ad una quota di rendimento, l'interesse, ridotta rispetto all'utile corrisposto a fronte dell'acquisto di un'azione; tale interesse costituisce un costo che la società può dedurre in qualità di oneri passivi, ottenendo un risparmio fiscale.

Ma un forte indebitamento ha delle conseguenze negative sulla struttura finanziaria di un'impresa, anche perché con carenza di mezzi propri difficilmente si incontra la disponibilità di terzi a concedere credito.

Le banche stesse, essendo elevati i rischi dell'operazione, irrigidiscono i requisiti richiesti per concedere il finanziamento, aumentando la richiesta di garanzie o applicando tassi di interesse molto elevati.

Ciò si traduce, per le PMI, in una mancata indipendenza, che comporta un più elevato rischio ad essere oggetto di acquisizione da parte di gruppi più grandi e stabili, nonché in una minore propensione agli investimenti e quindi allo sviluppo del mercato.

In tale sistema, un ruolo determinante potrebbe essere svolto dagli investitori finanziari, in particolare istituzionali, soggetti che continuativamente e professionalmente prestano la loro intermediazione per conto di terzi, per effettuare investimenti.

Questi possono costituire un canale di finanziamento alternativo a quello bancario, essendo meno stringenti i requisiti per l'accesso, e mettendo la propria esperienza e competenza tecnica al servizio delle imprese.

I soggetti più idonei per lo sviluppo delle PMI sono i fondi pensione, che non sono tuttavia ampiamente sviluppati in Italia, perché la principale forma di previdenza è rappresentata dalle pensioni pubbliche, diffidando le famiglie da forme complementari.

Vi è inoltre eterogeneità nella regolamentazione a livello europeo, non essendo armonizzate le discipline dei vari Stati.

È in questo contesto che sono stati assunti gli interventi normativi oggetto di questo elaborato: il Decreto Sviluppo in *primis*, il Decreto Destinazione Italia, Competitività, il Decreto Sviluppo – *bis*, che hanno come obiettivo la riduzione

del banco centrismo, lo sviluppo degli investitori finanziari, il rilancio delle PMI e dell'economia italiana.

La novità più importante del Decreto Sviluppo sono i *mini bond*, ma sono altrettanto importanti le modifiche, civilistiche e fiscali, apportate alle cambiali finanziarie, alle obbligazioni societarie e ai *project bond*.

Procedendo con ordine, esaminiamo i *mini bond*: essi sono uno strumento di autofinanziamento per le imprese non quotate in Borsa, ad esclusione delle microimprese.

Costituiscono titoli di credito che una società emette per ottenere liquidità, e sono riservati agli investitori qualificati, che non siano, né direttamente, né indirettamente, soci dell'impresa.

Ciò consente alle PMI di diversificare la fonte dei finanziamenti, riducendo la dipendenza dal sistema bancario.

Requisito fondamentale per un'impresa, affinché possa emettere *mini bond*, è la mancata quotazione in Borsa, la revisione contabile da parte di una società autorizzata o di un revisore, e l'assistenza di uno *sponsor* che si comporti da intermediario, collocando tali titoli sul mercato.

I soggetti impegnati nel processo di emissione dei *mini bond* sono: l'*advisor*, ossia un "consigliere" che effettua una valutazione preliminare dell'emittente, organizza l'operazione e supervisiona l'attività di redazione dei documenti necessari; l'*arranger*, ossia il coordinatore finanziario del processo di emissione, che intrattiene i rapporti con i soggetti coinvolti nell'operazione, soprattutto relativamente al reperimento di fondi e al collocamento dei titoli sul mercato; l'agenzia di *rating*, che attenuano i conflitti d'interesse, assicurano

un'elevata qualità dei *rating* creditizi e garantiscono trasparenza nei processi di *rating*; eventuali consulenti legali, che affiancano l'emittente nella realizzazione degli adempimenti e della redazione dei documenti necessari per il completamento dei diversi passaggi precedenti all'emissione, ed eventualmente alla quotazione; la Borsa, su cui le PMI possono decidere di quotarsi grazie alla creazione di un segmento professionale del mercato *ExtraMOT*, *ExtraMOT PRO*, dedicato alla negoziazione di obbligazioni e altri titoli di debito.

I vantaggi che derivano dall'emissione di *mini bond* sono notevoli: oltre alla diversificazione dei finanziamenti, non sono impegnate le linee di credito concesse dalle banche, non sono richieste garanzie accessorie, si ha maggiore visibilità sui mercati internazionali, con la possibilità di attrarre nuovi investitori, e si possono realizzare importanti vantaggi fiscali – si possono dedurre gli interessi passivi entro il 30% del ROL, nonché le spese di emissione dei titoli nell'esercizio in cui sono sostenute, e vi è un'esenzione della ritenuta sugli interessi corrisposti).

Inoltre, il Decreto Destinazione Italia prevede la possibilità di cartolarizzare i *mini bond*.

Per quanto riguarda le novità introdotte in tema di cambiali finanziarie – titoli di credito all'ordine, emessi in serie – è stato modificato il periodo di scadenza – prima compreso tra i tre e i dodici mesi – rendendolo non inferiore ad un mese e non superiore a trentasei mesi.

Possono essere emesse in forma dematerializzata.

Non sono legittimate ad emettere tali cambiali le imprese individuali, le società di persone e le altre forme associative di esercizio dell'impresa, nonché banche e microimprese.

Tuttavia, le società e gli enti non aventi titoli rappresentativi di capitale negoziati in mercati regolamentati o non, possono emettere cambiali finanziarie se assistiti da uno *sponsor*, se l'ultimo bilancio è certificato da un revisore contabile o da una società di revisione autorizzata, se sono emesse e girate esclusivamente in favore di investitori professionali che non siano in alcun modo soci dell'emittente.

Relativamente al regime fiscale, le cambiali sono esenti dall'imposta di bollo e il trattamento è equiparato a quello delle obbligazioni societarie.

Il Decreto Sviluppo consente l'emissione di obbligazioni partecipative e subordinate anche alle società non quotate, prevedendo che interessi e remunerazione stessa del capitale possano essere dipendenti da indici oggettivi.

Anche in questo caso la società deve essere affiancata da uno *sponsor*, l'obbligazione partecipativa deve avere una scadenza uguale o superiore a 60 mesi, l'ultimo bilancio deve essere sottoposto a revisione legale, e i titoli possono circolare esclusivamente tra investitori qualificati non soci dell'emittente.

La remunerazione è suddivisa in una parte fissa, commisurata al risultato economico dell'emittente, rappresentata dal tasso d'interesse – non inferiore al Tasso Ufficiale di Riferimento *pro tempore* vigente – e una parte variabile, dipendente dal risultato economico d'esercizio, nella percentuale indicata all'atto di emissione.

Relativamente alle obbligazioni subordinate, il Legislatore ha stabilito che i titoli debbano avere una scadenza pari o superiore a 36 mesi, introducendo l'obbligo di pubblicazione del bilancio e dell'elenco dei soci.

È inoltre possibile emettere un'obbligazione partecipativa che preveda una clausola di subordinazione, con vincolo di non distribuzione del capitale sociale se non nei limiti dei dividendi sull'utile di esercizio; in questo caso la componente variabile deve essere oggetto di specifico accantonamento nel conto dei profitti e delle perdite della società emittente.

In relazione ai *project bond* – obbligazioni e titoli di debito di una società di progetto – il Decreto Sviluppo ne ha previsto l'emissione per il rifinanziamento del debito precedentemente contratto per la realizzazione dell'infrastruttura o delle opere concesse al servizio di pubblica utilità.

L'intervento si è concentrato soprattutto sugli aspetti fiscali, in modo da rendere lo strumento più appetibile agli investitori.

In particolare, l'aliquota di ritenuta sugli interessi percepiti dai sottoscrittori è equiparata a quella prevista per i titoli di Stato; la società emittente può dedurre gli interessi pagati senza limitazione, anche se i tassi praticati eccedono i tassi soglia e le imposte di registro, ipotecarie e catastali sono pagate in misura fissa.

Relativamente alle novità introdotte con il Decreto Destinazione Italia, viene estesa la garanzia del Fondo di Garanzia per le PMI anche a singole operazioni di sottoscrizione di *mini bond*, o per portafogli di operazioni.

Possiamo concludere questo elaborato, confrontando l'esperienza italiana con quella europea, evidenziando come in paesi quali la Norvegia, la Francia, l'Inghilterra, la Germania e la Spagna lo strumento dei *mini bond* non costituisce

una novità come per l'Italia, essendo essi maggiormente propensi a sfruttare il mercato mobiliare per il finanziamento delle imprese.

Tuttavia, da uno studio effettuato dal Politecnico di Milano, è emerso che i *mini bond* non rispondono realmente alle esigenze delle PMI di ridurre il costo del capitale di debito – quanto meno in questa situazione di mercato con tassi di interesse particolarmente bassi.

Infatti, il costo del capitale di debito collegato a questi strumenti non è competitivo rispetto al credito bancario.

La reale utilità dei *mini bond* rappresenta la possibilità di diversificare le fonti di finanziamento, liberando le imprese dal monopolio bancario.

Dunque, risulta necessaria non solo una modifica nel regime civile e fiscale degli strumenti impiegati dalle imprese, bensì un cambiamento nelle società stesse, che devono dotarsi di una *governance* pronta a confrontarsi con il mercato del capitale.

Un altro problema legato alle operazioni con i *mini bond* è rappresentato dalla loro complessità.

Esse dovrebbero essere molto più snelle, senza prevedere l'affiancamento di *partner* specializzati, le informazioni sul mercato più facilmente reperibili, e la sottoscrizione non riservata unicamente agli investitori istituzionali.

La concreta utilità di questi strumenti potrà essere osservata solo nel medio – lungo periodo, in seguito ad un pieno sviluppo del mercato e all'eliminazione delle caratteristiche, nella struttura dei *mini bond*, che ne bloccano la diffusione.



DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA

CATTEDRA DI DIRITTO COMMERCIALE

METODI ALTERNATIVI DI FINANZIAMENTO DEL CAPITALE DI DEBITO

RELATORE:

Prof. Gustavo Visentini

CANDIDATO:

Giulia Zaccardelli

Matr. 107113

CORRELATORE:

Prof. Andrea Palazzolo

ANNO ACCADEMICO 2014/2015

A mia mamma, che mi ha trasmesso la passione per lo studio, ed è il mio esempio di forza e coraggio.

A mio padre, che mi ha insegnato a non sprecare mai il mio talento.

Ai miei nonni, che mi hanno sostenuto sempre, donandomi amore e protezione.

A mia zia Isa, sempre forte e determinata, nonostante tutto.

A Daniele, che ha imparato a starmi accanto, e a credere in me sempre.

Ai miei amici, che mi hanno accompagnato in questo percorso di studi, e nella vita.

A me stessa, per la persona che sono diventata.

INDICE: METODI ALTERNATIVI DI FINANZIAMENTO DEL
CAPITALE DI DEBITO

INTRODUZIONE.....1

I CAPITOLO: IL PANORAMA FINANZIARIO ITALIANO

1. Il sistema finanziario italiano: uno sguardo d'insieme.....3

2. Il ruolo degli intermediari finanziari.....8

2.1 La disintermediazione bancaria.....33

2.2 La struttura finanziaria delle imprese italiane.....46

2.2.1 Criticità legate all'eccessivo indebitamento delle PMI.....52

2.3 Investitori istituzionali.....62

3. Recenti interventi legislativi a favore delle PMI.....74

II CAPITOLO: RECENTI INTERVENTI NORMATIVI IN MATERIA DI
FINANZA ALTERNATIVA

1. Il Decreto Sviluppo: nuovi strumenti di finanziamento per le imprese.....82

1.1 Cambiali finanziarie.....89

1.2 *Mini bond*.....93

1.2.1 Modifiche apportate dal Decreto Sviluppo al Codice Civile.....95

1.2.2 Impatto dei *mini bond* sulle PMI.....98

1.2.3	Il ruolo dei <i>credit fund</i> nel mercato dei <i>mini bond</i>	100
1.2.4	La struttura del mercato dei <i>mini bond</i>	102
1.2.5	Costi di emissione.....	108
1.3	Obbligazioni partecipative e subordinate.....	111
1.3.1	Analisi comparativa tra le obbligazioni partecipative e gli strumenti finanziari simili alle obbligazioni <i>ex art. 2411 u.c.</i>	114
2.	Il nuovo regime fiscale delle obbligazioni delle società non quotate.....	118
2.1	Il regime previgente degli interessi delle cambiali e delle obbligazioni per i sottoscrittori.....	119
2.2	Regime fiscale <i>post</i> Decreto Sviluppo.....	120
2.3	Disciplina previgente degli interessi passivi in capo agli emittenti.....	122
2.4	Regime attuale.....	123
2.5	Regime fiscale delle cambiali finanziarie.....	125
3	I <i>Project bond</i>	126
3.1	Il primo <i>project bond</i>	128
3.2	I <i>project bond</i> in Italia.....	131
3.3	La struttura di un <i>project bond</i>	133
3.4	Regime fiscale.....	139
4.5	Operatività, impatto sulle imprese e successo dei <i>project bond</i>	140
4	Altri interventi normativi a sostegno delle imprese.....	142
4.1	Il Decreto Competitività.....	142
4.2	Il Fondo di Garanzia per le PMI.....	146

4.3	Il Decreto Destinazione Italia.....	148
5	<i>ExtramotPro</i> : un mercato nuovo per le PMI.....	151
5.1	I vantaggi della quotazione per le PMI.....	157

III CAPITOLO: L'ESPERIENZA ITALIANA ED EUROPEA CON I *MINI*

BOND

1.	Il mercato dei <i>minibond</i> in Europa.....	160
1.1	L'esperienza norvegese.....	160
1.2	Il mercato obbligazionario francese.....	162
1.3	Il caso inglese.....	164
1.4	Il mercato tedesco.....	165
1.5	L'esperienza spagnola.....	166
2.	La diffusione dei <i>minibond</i> in Italia.....	168
3.	Emissioni di <i>minibond</i>	176
4.	Concreta utilità dei <i>minibond</i> nel mercato italiano.....	183
	BIBLIOGRAFIA.....	191
	SITOGRAFIA.....	194

INTRODUZIONE

Questo elaborato si propone di analizzare le novità del Decreto Sviluppo e degli altri interventi normativi che hanno innovato il regime delle obbligazioni societarie, modificandone i profili civilistici e fiscali.

In considerazione della situazione finanziaria italiana, caratterizzata da un forte banco-centrismo, che non ha permesso lo sviluppo di un mercato dei capitali su cui le imprese, soprattutto quelle piccole e medie, possano reperire finanziamenti, il Governo si è posto l'obiettivo di eliminare la dipendenza dagli istituti di credito.

I requisiti richiesti dalle banche per l'accesso al credito sono molto stringenti, e raramente le PMI sono in grado di soddisfarli; la situazione si è aggravata in seguito alle nuove regole introdotte dal comitato di Basilea nel 2010, che costringono le banche a ridurre le proprie attività, limitando il credito ad imprese e famiglie.

Ciò è dipeso dalla crisi che ha colpito duramente l'economia mondiale a partire dal 2008, crisi che ha evidenziato carenze e vuoti nella regolamentazione, nonché comportamenti non sempre trasparenti da parte dei gestori di banche.

Le conseguenze di questa situazione gravano soprattutto sulle PMI perché, a causa delle loro ridotte dimensioni, e quindi per il maggior rischio che corrono gli intermediari finanziandole, hanno subito tassazioni più elevate, a fronte di una costante riduzione dell'offerta di prodotti e servizi finanziari.

Questo fenomeno, noto come *credit crunch*, ha provocato ulteriori perdite alle imprese, che di fatto, godono di minori possibilità di accesso a finanziamenti alternativi a quello bancario.

Nel primo capitolo della presente tesi analizziamo più approfonditamente le dinamiche del sistema finanziario, descrivendone gli agenti e i prodotti scambiati; esaminiamo i possibili modelli finanziari con le conseguenze che derivano dalla scelta dell'uno piuttosto che dell'altro; esponiamo le cause della crisi, i successivi rimedi e l'impatto sull'economia italiana; ci concentriamo infine sugli interventi legislativi volti a favorire la ripresa della piccola e media imprenditorialità.

Nel secondo capitolo consideriamo tali interventi in modo dettagliato, soffermandoci soprattutto sul Decreto Sviluppo, che ha introdotto modifiche significative al regime civilistico e fiscale delle obbligazioni, innovando la disciplina dei *mini bond* e *project bond*, aumentandone l'attrattiva per le PMI, senza tralasciare altri provvedimenti integrativi, fondamentali per completare il quadro normativo.

Analizziamo anche la possibilità per tali imprese di quotarsi su un mercato borsistico, considerandone tutti i vantaggi e gli svantaggi.

Nel capitolo conclusivo paragoniamo la situazione italiana con quella europea, presentando l'esperienza norvegese, francese, inglese, tedesca e spagnola.

Per quanto concerne la situazione italiana, esaminiamo la quantità di *mini bond* emessi con le relative caratteristiche, presentando statistiche riguardanti la diffusione, utili per comprendere se tale strumento possa essere, ora ed in futuro, concretamente utile alle imprese per ripartire, reperendo capitali sul mercato, per avere maggiori *chance* di crescita affrancandosi definitivamente dal canale bancario.

I CAPITOLO: IL PANORAMA FINANZIARIO ITALIANO

1. Il sistema finanziario italiano: uno sguardo d'insieme

Il sistema finanziario è l'insieme organizzato di mercati, strumenti finanziari ed intermediari, tramite i quali si realizza l'attività finanziaria, costituita dalla produzione e offerta di mezzi di pagamento e strumenti finanziari¹.

Per quanto riguarda i mercati, essi sono un luogo di scambio, la piattaforma informatica che consente l'incontro di domanda e offerta di strumenti finanziari; questi ultimi sono contratti il cui oggetto è un diritto o una prestazione di natura finanziaria; infine, gli intermediari sono soggetti qualificati nella produzione e negoziazione di strumenti finanziari e nell'offerta dei servizi. Alla base del sistema finanziario ci sono le normative dei singoli elementi, che permettono uno svolgimento efficace ed efficiente delle relative funzioni.

Sono fondamentalmente tre le funzioni assolte dal sistema: monetaria, creditizia e trasmissione della politica monetaria. La prima consiste nella creazione e circolazione dei mezzi di pagamento, nella gestione del sistema dei pagamenti e della liquidità; la seconda prevede il trasferimento delle risorse dai soggetti che si trovano in *surplus*, e che sono disposti a scambiare il loro potere d'acquisto attuale con uno futuro, fruendo di un vantaggio economico correlato al rischio sostenuto, a quelli che sono in *deficit*, che devono necessariamente reperire le risorse dall'esterno; il profitto di questi ultimi è rappresentato dalla differenza

¹Giulio Tagliavini, Massimo Regalli, *Il sistema finanziario*, consultabile all'indirizzo <http://docslide.it/documents/giulio-tagliavini-massimo-regalli-corso-di-economia-degli-intermediari-finanziari-il-sistema-finanziario.html>

positiva tra il costo di acquisto dei mezzi e il rendimento degli investimenti attuati per il tramite di essi².

Infine, il sistema consente di perseguire gli obiettivi della politica monetaria, che sono parte di quella economica. Tramite il sistema, quindi, si regolano gli scambi, si trasferiscono le risorse e si gestiscono i rischi, mansioni che i singoli operatori del mercato non potrebbero assolvere individualmente. L'apporto del sistema è quindi basilare per il funzionamento dell'economia e lo sviluppo della società moderna, ed è altresì necessario che noi cittadini confidiamo in un sistema stabile in cui si operi correttamente ed in modo trasparente.

Il sistema finanziario italiano è caratterizzato da tre aspetti fondamentali: un consistente risparmio da parte delle famiglie, una forte frammentazione del sistema produttivo in piccole e medie imprese, una forte centralità delle banche quale canale di reperimento e distribuzione delle risorse³.

Relativamente al primo aspetto, l'Italia possiede uno dei più alti livelli di risparmio tra i paesi industrializzati⁴, ma queste risorse sono investite in depositi bancari o in titoli di Stato, non per il finanziamento delle imprese (fattore da cui dipende la terza peculiarità italiana). Si determina il *crowding down*, ossia l'effetto "spiazzamento" nei confronti di altre forme di investimento: i portafogli delle famiglie italiane sono costituiti soprattutto da componenti liquide, obbligazionarie, nonché da investimenti in assicurazioni tradizionali e fondi

²Il sistema finanziario e il sistema reale, consultabile all'indirizzo <https://luisscampusduepuntozero.files.wordpress.com/2012/06/sistema-finanziario-e-sistema-reale.pdf>

³ Giuseppe Rocco, *Risparmio privato e investimenti per la ripresa economica*, Diritto&Pratica del Lavoro, n. 5/2014, pp 295-301.

⁴ Gaetano Caputi, *Il finanziamento dell'economia reale e il ruolo dei fondi pensione*, Audizione del Direttore Generale Consob, Roma, 16 Aprile 2014.

comuni, tutti considerati a basso rischio; sono esigui invece gli investimenti nei fondi pensione, che interessano un arco temporale maggiore e consentono di contenere il rischio sfruttando i benefici della diversificazione⁵.

Esistono due modalità di finanziamento: diretto ed indiretto. Nel primo caso, gli scambi avvengono sul mercato (sistema mercato-centrico), dove i prenditori ricevono fondi direttamente dai prestatori, a fronte della cessione di strumenti finanziari (azioni ed obbligazioni); nel secondo caso gli scambi avvengono mediante un intermediario (sistema banco-centrico)⁶.

In Italia abbiamo un sistema fortemente banco-centrico, nell'ambito del quale l'attività bancaria si sviluppa tendenzialmente a livello locale, e solo marginalmente o in alcuni casi a livello internazionale.

Inoltre, il forte sviluppo dell'intermediazione bancaria ha rallentato la crescita dei mercati e degli investitori finanziari, che oggi ricoprono un ruolo solo marginale. Nonostante l'evoluzione normativa – conseguenza del recepimento delle direttive UE per la creazione di un mercato unico – abbia dotato l'Italia di una cornice regolamentare non differente rispetto a quella degli altri paesi europei⁷, la situazione presenta comunque delle criticità che sono emerse soprattutto in seguito alla crisi del 2008: le PMI italiane sono a carattere prevalentemente familiare, non manageriale, quindi i fatturati non sono sufficienti a coprire il fabbisogno finanziario, rendendosi fondamentale il ricorso al capitale di terzi.

⁵ Giuseppe Rocco, *Risparmio privato*, cit. nota 3.

⁶ Il sistema finanziario italiano, consultabile all'indirizzo http://www.econ.uniurb.it/materiale/4818_1_Struttura%20Finanziaria.pdf

⁷ Mario Sarcinelli, *Il sistema finanziario italiano alla metà degli anni 90: una difficile transizione*, in *Moneta e Credito*, n. 193, Marzo 1996, pp. 3-53

Esse si rivolgono quindi alle banche, le uniche in grado di finanziare progetti imprenditoriali concedendo crediti a lunga scadenza, ma in seguito alla crisi e all'andamento sfavorevole della congiuntura economica, i requisiti per i mutui si sono irrigiditi, e le PMI non sono in grado di soddisfarli, generando un circolo vizioso a svantaggio delle società.

Da segnalare inoltre che tali imprese non hanno la possibilità di sostenere i costi della quotazione e sono restie a sottoporsi al più intenso controllo del mercato, richiesto per l'accesso in Borsa⁸. Nel corso della trattazione esamineremo più dettagliatamente le peculiarità del sistema finanziario italiano.

Per quanto riguarda la vigilanza del sistema, le autorità preposte, a livello nazionale, sono: la Banca d'Italia, la Consob, l'Isvap, la Covip e l'Autorità antitrust (AGCM), i cui compiti sono suddivisi secondo una competenza di tipo funzionale, che, tramite puntuale individuazione dei poteri dei singoli organismi, consente di delimitare e valorizzare le singole attribuzioni.

Possiamo distinguere tre tipi di vigilanza: regolamentare, informativa ed ispettiva, le cui finalità sono individuate nell'art. 5 TUF nella: 1) salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; 2) tutela degli investitori; 3) stabilità e buon funzionamento del sistema finanziario; 4) competitività del sistema; 5) osservanza delle disposizioni in materia finanziaria⁹.

Pertanto le competenze sono così ripartite: la Banca d'Italia tutela la concorrenza, controllando la condotta delle istituzioni finanziarie sul mercato, vigila affinché siano rispettate condizioni di stabilità ed efficienza, si occupa del

⁸ Giuseppe Rocco, *Risparmio privato*, cit. nota 3.

⁹ Giuseppe Guglielmo Santorsola, *Il sistema finanziario*, consultabile all'indirizzo http://www.economia.uniparthenope.it/modifica_docente/santorsola/INTERMEDIARI_E_FINANZIAMENTI_D%60AZIENDA_01_-_IL_SISTEMA_FINANZIARIO.PDF

contenimento del rischio, di politica monetaria e del cambio; la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), dotata di personalità giuridica e piena autonomia, si occupa di attività di regolamentazione, autorizzazione, vigilanza e controllo sui mercati finanziari, finalizzata alla tutela degli investitori, dell'efficienza e della trasparenza del mercato mobiliare; l'ISVAP (Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private e di Interesse collettivo) ha compiti di vigilanza (esercitando il controllo sulle imprese di assicurazione e sugli operatori del mercato assicurativo), analisi e ricerca (volte al controllo delle tariffe e alla fornitura di un supporto tecnico al ministero dello Sviluppo Economico), tutela della concorrenza, tramite il rilascio di pareri; la COVIP (Commissione di Vigilanza su Fondi Pensione) opera a tutela degli iscritti alle forme di previdenza complementare, assicurando la trasparenza, la correttezza dei comportamenti e la sana e prudente gestione delle forme pensionistiche complementari, disponendo di ampi poteri di normazione secondaria, regolazione e controllo, tramite accertamenti ispettivi; l'AGCM (Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato) vigila sulle intese restrittive della concorrenza, sugli abusi di posizione dominante e sulle operazioni di concentrazione tra imprese cui può conseguire una riduzione della concorrenza, per garantire condizioni di libertà di impresa, di accesso al mercato, di pari opportunità e per tutelare i consumatori, affinché i prezzi e la qualità dei prodotti siano sempre i più favorevoli¹⁰.

A livello europeo, la vigilanza spetta al SEVIF¹¹ (Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziarie), istituito nel 2010 con la costituzione di tre nuove

¹⁰Paolo Di Antonio, *Il sistema finanziario*, consultabile all'indirizzo http://www.unite.it/UniTE/Engine/RAServeFile.php/f/File_Prof/DI_ANTONIO_707/Il_sistema_dei_controlli.pdf

¹¹ Direttiva 2010/78/UE, attuata in Italia con D. Lgs n. 130/2012.

autorità competenti rispettivamente per le banche (EBA: Autorità bancaria europea), i mercati finanziari (ESMA: Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), e le assicurazioni (EIOPA: Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), nonché un Comitato europeo per il rischio sistemico incaricato della vigilanza macroprudenziale (CERS)¹² istituiti a seguito delle proposte del Gruppo “de Larosière¹³”.

Queste autorità hanno il potere di presentare progetti di norme tecniche affinché la Commissione le adotti tramite atti delegati o di esecuzione (decisioni e regolamenti); gestire un meccanismo di risoluzione di controversie tra autorità nazionali competenti (*binding mediation*); intrattenere relazioni diplomatiche con autorità di vigilanza di paesi terzi per predisporre decisioni in materia di equivalenza di regimi di vigilanza; redigere, pubblicare e aggiornare gli elenchi di tutti gli operatori finanziari dell’UE¹⁴.

2. Il ruolo degli intermediari finanziari

Analizziamo più nello specifico gli elementi del sistema finanziario: i mercati moderni prevedono strutture, organi di gestione, operatori, regole di

¹²Il Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria, consultabile all’indirizzo <http://www.camera.it/leg17/1049?tema=779&Il+Sistema+europeo+delle+autorit%C3%A0+di+vigilanza+finanziarie>

¹³ Gruppo indipendente composto da esperti nel settore, guidato da Jacques de Larosière, istituito nel 2008 dal Presidente della Commissione europea Barroso, con il compito di fornire raccomandazioni per rafforzare la sorveglianza sul sistema finanziario europeo. I risultati presentati dal comitato nel 2009 sono stati accolti e trasformati in indicazioni operative dagli organi comunitari.

¹⁴Il sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziarie, cit. nota 12.

comportamento e istituzioni di controllo. Il mercato finanziario (in senso lato) si compone di tre segmenti: assicurativo, bancario e mobiliare (in senso stretto).¹⁵.

Il settore finanziario in senso stretto, a sua volta, si suddivide in mercato creditizio, dei cambi e mobiliare, in cui individuiamo ancora un'ulteriore specificazione, tra mercato monetario, obbligazionario e azionario. Infine, a seconda che il mercato sia primario o secondario, avvengono le emissioni e collocazioni di nuovi strumenti finanziari, oppure le negoziazioni in continuità di titoli già in circolazione.

Per quanto riguarda le fonti del mercato finanziario, è oggi presente una normativa molto diversificata: direttive europee, leggi nazionali, regolamenti ministeriali o delle autorità indipendenti, regole comportamentali create all'interno del mercato stesso, il quale si dota di proprie regole per assicurare la correttezza nello svolgimento delle operazioni e la tutela degli investitori¹⁶.

Ad oggi il quadro regolamentare europeo appare fortemente composito. In seguito all'emanazione del *Financial Services Action Plan*¹⁷ da parte della Commissione Europea nel 1999, sono stati posti gli obiettivi dell'integrazione finanziaria, dell'apertura e della sicurezza di mercati e servizi finanziari al dettaglio, dell'armonizzazione e rafforzamento delle regole di vigilanza, da perseguire tramite l'adozione di provvedimenti quali regolamenti, direttive e raccomandazioni¹⁸.

Tra i regolamenti più importanti si annoverano il Regolamento UE n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, che istituisce l'autorità

¹⁵ Marcello Foschini, *Il diritto del mercato finanziario*, Giuffrè Editore, 2008.

¹⁶ Id, *Il diritto del mercato finanziario*, *ibid.*.

¹⁷ FSAP, Piano Comunitario di azione per i Servizi Finanziari, emanato l'11 Maggio 1999.

¹⁸ *Sistema finanziario*, sito consultabile all'indirizzo <http://www.consob.it/web/investor-education/il-quadro-regolamentare-europeo>

europea di vigilanza degli strumenti finanziari e del mercato (AESFEM), per rafforzare il coordinamento tra le autorità nazionali di regolamentazione e garantire l'applicazione uniforme della normativa in materia finanziaria¹⁹ e il Regolamento UE n. 575/2013 (c.d. *Capital Requirements Regulation* – CRR) che, in combinato con la Direttiva 2013/36 UE, ha introdotto norme di vigilanza prudenziale valide per tutte le banche e le imprese di investimento.

Si tratta di un nuovo quadro normativo definito dal Consiglio europeo nel 2009 concernente l'istituzione di un *single rulebook*²⁰, che costituisce il *framework* del Meccanismo di vigilanza unico (*Single supervisory Mechanism* – SSM), che esamineremo tra poco.

Relativamente al Regolamento, esso definisce le norme in materia di fondi propri, requisiti patrimoniali minimi, rischio di liquidità, leva finanziaria ed informativa al pubblico; la Direttiva contiene disposizioni in materia di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria, libertà di stabilimento e libera prestazione di servizi, cooperazione tra autorità di vigilanza, processo di controllo prudenziale, metodologie per la determinazione delle riserve di capitale, disciplina delle sanzioni amministrative, regole su governo societario e remunerazioni.

Il *single rulebook* europeo si compone inoltre degli *standard* tecnici vincolanti e delle linee guida dell'EBA, cui è affidata la disciplina di attuazione della normativa primaria e la definizione delle regole finalizzate al *reporting* delle autorità di vigilanza. Affinché si possa tener conto delle specificità delle singole

¹⁹Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, sito consultabile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:mi0071>

²⁰ Disciplina unica di armonizzazione delle normative prudenziali degli Stati membri.

giurisdizioni, la nuova normativa permette ai singoli Stati e alle Autorità di vigilanza di mantenere una certa discrezionalità^{21, 22}.

Sempre con riferimento alle innovazioni europee relative al mercato finanziario, è da segnalare la Direttiva 2004/39 CE, attuata dal D. Lgs. N. 164/2007, concernente la definizione di prodotti finanziari. Essa ha innovato la disciplina nazionale, contenuta nel TUF (Testo Unico sulla Finanza, D. Lgs. N. 58/1998), la quale considera tali prodotti “*gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*”²³, escludendo i “*depositi bancari postali non rappresentati da strumenti finanziari*”.

Inoltre, sempre in recepimento della direttiva, tali strumenti sono distinti in più sottospecie: i valori mobiliari (che possono essere negoziati nel mercato dei capitali: p.e. azioni, obbligazioni, certificati di deposito azionario); strumenti del mercato monetario (negoziati in questo settore, p.e. i buoni del tesoro, le carte commerciali); quote di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR, fondi comuni di investimento, SICAV); strumenti finanziari derivati, dettagliatamente elencati (a titolo esemplificativo: contratti di opzione, a termine standardizzati, finanziari differenziali, SWAP, strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito).

²¹ Ad esempio, per assicurare coerenza tra l’ambito di applicazione dei requisiti di liquidità e i modelli organizzativi nazionali di gruppi bancari e SIM, è consentito derogare all’applicazione dei requisiti di liquidità su base individuale; è riconosciuta la facoltà di derogare all’applicazione dei requisiti in materia di fondi propri su base consolidata per i gruppi di imprese di investimento; è concesso scegliere quale metodo di consolidamento adottare, e quali enti escludere.

²² *Applicazione in Italia del Regolamento UE n. 575/2013 e della Direttiva 2013/36/UE*, Banca d’Italia, Documento per la consultazione, Agosto 2013.

²³ Art. 1, comma 1, lett. U TUF.

Tale elencazione non costituisce un *numerus clausus*, poiché bisogna sempre tenere conto delle evoluzioni del mercato e delle norme di adattamento stabilite dalle Autorità europee.

Affinché nuovi strumenti possano essere operativi, è necessario un provvedimento di riconoscimento, europeo o nazionale, che esprima la rispondenza dello stesso ad un interesse meritevole di tutela²⁴.

Esaminiamo ora il mercato bancario, il secondo segmento del mercato finanziario, i cui agenti sono gli intermediari finanziari. Possono essere identificati in base all'attività che prestano: esercizio del credito, servizi di investimento e gestione collettiva del risparmio. La loro disciplina è contenuta nel TUB (Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, emanato con il D. Lgs n. 385/1993), il quale li definisce quali "*imprese autorizzate all'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma*"²⁵, nonché dal TUF e dai regolamenti della Consob e Banca d'Italia.

Il TUF individua: gli obiettivi che questi soggetti devono perseguire nel loro operato, ossia la trasparenza – a causa della asimmetria informativa che caratterizza il mercato e sfavorisce gli investitori, è imposta la diffusione delle informazioni necessarie affinché le operazioni di investimento possano essere effettuate in modo consapevole da tutti; la correttezza che deve caratterizzare il comportamento che gli intermediari devono assumere nei confronti dei clienti; la stabilità nel perseguimento della quale sono stabilite regole prudenziali per evitare crisi sistemiche; la disciplina della vigilanza (di cui abbiamo accennato nel primo

²⁴ Marcello Foschini, *Il diritto del mercato finanziario*, cit. nota 15..

²⁵ Art. 1, comma 2, lett. g e art. 106 e ss TUB.

paragrafo); le attività e i servizi che possono esercitare gli intermediari – che esamineremo a breve²⁶.

I regolamenti Consob e Banca d'Italia individuano gli obblighi degli intermediari riguardo l'adeguatezza patrimoniale, il contenimento del rischio, il deposito e il *sub*-deposito di strumenti finanziari e denaro dei clienti – per quanto riguarda i soggetti abilitati – le regole applicabili agli OICR, gli obblighi in tema di trasparenza e correttezza²⁷, distinguendo tra SIM (società di intermediazione mobiliare), SGR (società di gestione del risparmio), OICR (organismi di investimento collettivo del risparmio), fondi comuni d'investimento, SICAV (società di investimento a capitale variabile), IMEL (istituto di moneta elettronica), IP (istituto di pagamento), società per la cartolarizzazione dei crediti, Poste, Cassa Depositi e Prestiti, assicurazioni e banche – che rappresentano, senza dubbio, l'intermediario più importante²⁸.

Il sistema finanziario assolve le sue funzioni (monetaria, creditizia e di trasmissione della politica economica) proprio grazie a questi soggetti, che inoltre effettuano assunzione di partecipazioni, e intermediazione in cambi²⁹.

All'art. 1, comma 5 TUF sono elencati i servizi e le attività di investimento offerti da tali intermediari: negoziazione per conto proprio; esecuzione di ordini per conto dei clienti, ricezione e trasmissione di ordini; sottoscrizione e/o collocamento di strumenti finanziari con assunzione a fermo o di garanzia; gestione di portafogli di investimento; consulenza in materia di investimenti;

²⁶ Mario Stella Richter, *Diritto delle imprese*, in *Diritto delle società, Manuale breve*, a cura di N. Abriani, L. Calvosa, G. Ferri, G. Giannelli, F. Guerrera, G. Guizzi, C. Motti, M. Notari, A. Paciello, D. Regoli, G.A. Rescio, R. Rosapeppe, M. Stella Richter, A. Toffoletto, pp 395-424, Milano, Giuffrè Editore, 2012.

²⁷ Marcello Foschini, *Il diritto del mercato finanziario*, cit. nota 15.

²⁸ Brescia Morra C., *Il diritto delle banche. Le regole dell'attività*, il Mulino, 2012, collana Itinerari.

²⁹ Art. 26 TFUE.

gestione dei sistemi multilaterali di negoziazione, e servizi accessori (tra cui a titolo esemplificativo: custodia ed amministrazione di strumenti finanziari e relativi strumenti connessi, locazione di cassette di sicurezza, concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare operazioni di cui faranno parte i finanziatori stessi, consulenza alle imprese).

Tutte queste attività sono ammesse al mutuo riconoscimento, che consente quindi ad un intermediario di operare in un paese diverso da quello in cui ha stabilito la propria sede legale, ma pur sempre europeo, e di operare secondo le leggi del proprio paese di origine, in condizione di reciprocità³⁰.

Gli intermediari svolgono dunque l'importante funzione di conciliare le preferenze di portafoglio dei settori in avanzo con quelle dei settori in disavanzo – tale distinzione riguarda l'andamento dei saldi finanziari: il risparmio può essere accumulato oppure investito, in quest'ultimo caso non sempre è sufficiente per finanziare gli investimenti, e la differenza tra la quantità risparmiata e quella investita è definita appunto saldo finanziario.

Spiegato questo, il settore in avanzo è quello delle famiglie, il cui saldo è positivo, e la quota di reddito risparmiata può essere destinata alle imprese o al settore pubblico (in disavanzo) i cui utili non sono idonei a coprire la spesa per gli investimenti³¹ – tramite trasformazione delle scadenze e rischi; consentono la riduzione dei costi di transazione, soprattutto quelli legati alla ricerca della controparte, sfruttando le economie di scala nella produzione di attività finanziarie, e delle asimmetrie informative, potendo fruire della loro posizione

³⁰ Marcello Foschini, *Il diritto del mercato finanziario*, cit. nota 15.

³¹ Giuseppe Guglielmo Santorsola,, *Analisi della struttura finanziaria*, consultabile all'indirizzo http://www.economia.uniparthenope.it/modifica_docente/santorsola/INTERMEDIARI_E_FINANZIAMENTI_D%60AZIENDA_02-ANALISI_STRUTTURA_FINANZIARIA.PDF

privilegiata nei confronti delle imprese, rispetto ai risparmiatori, per ottenere informazioni; valutano la rischiosità dei progetti da finanziare³².

A partire dagli anni Ottanta, il settore dell'intermediazione finanziaria è stato oggetto di numerosi interventi normativi,: nel 1988, a Basilea, è stato sottoscritto un accordo dalle Banche Centrali del G 10, con il quale è stato definito il più importante strumento di vigilanza prudenziale, il coefficiente di solvibilità – che impone alle banche l'obbligo di rispettare un rapporto dell'8% tra il patrimonio e il complesso delle attività ponderate per il rischio di perdita a causa dell'inadempimento dei debitori.

Tale normativa ha permesso di giungere ad un certo livello di standardizzazione contabile tra gli intermediari, creando una sorta di cuscinetto di sicurezza in caso di perdite, limitando il *moral hazard* di amministratori ed azionisti³³, tutto nell'ottica della creazione di un mercato unico europeo³⁴.

Nel 1993, con l'emanazione del TUB, vengono abrogate tutte le leggi speciali vigenti fino a quel momento in ambito bancario, a partire dalla legge bancaria del 1936. Con questo nuovo testo vengono definite le finalità della vigilanza, si introduce la concorrenza come obiettivo funzionale alla creazione di un sistema efficiente e stabile, sono stabiliti obblighi di trasparenza per le banche nei confronti dei clienti relativamente ai prezzi e costi dei servizi, si pone un obiettivo di carattere microeconomico, ossia la sana e prudente gestione degli intermediari vigilati – intendendosi per sana una gestione scevra dai conflitti di interesse e prudente un esercizio effettuato con consapevole apprezzamento dei

³² V. *supra*.

³³ Si tratta di una forma di opportunismo post-contrattuale, per cui tali soggetti perseguono i propri interessi a spese della controparte, tramite gestioni particolarmente rischiose.

³⁴ Concetta Brescia Morra, *Il diritto delle banche*, cit. nota 28.

rischi dell'attività bancaria – si stabilisce che, qualora gli obiettivi appaiano in contrasto tra di loro, gli interessi debbano essere contemperati a discrezione delle autorità creditizie, viene delineata una distinzione più chiara tra funzioni di politica monetaria e di vigilanza³⁵.

Nonostante quest'importantissima novità riguardante la legislazione italiana, erano emerse delle debolezze strutturali in seguito al primo accordo di Basilea a livello internazionale, debolezze che hanno portato alla stesura del secondo accordo.

Le criticità rilevate riguardavano innanzitutto il coefficiente di solvibilità, ritenuto dalle grandi banche un limite all'espansione dell'attività, non consentendo né una misurazione precisa né di valutare quale fosse effettivamente il rischio associato alla solvibilità del debitore; è stata avvertita, inoltre, la necessità di introdurre norme specifiche aventi ad oggetto i principi di un sistema interno di controllo dei rischi e i criteri che l'autorità di vigilanza deve considerare per controllare l'adeguatezza del sistema adottato dagli intermediari³⁶.

Nel 2004, con il secondo accordo di Basilea, sono stati così introdotti i tre grandi pilastri della vigilanza: i requisiti patrimoniali minimi, il controllo prudenziale di adeguatezza patrimoniale, la disciplina del mercato.

Per quanto concerne il primo, vengono introdotte nuove regole per la quantificazione dei rischi; ciascuna banca deve ricalcolare il proprio patrimonio di vigilanza, affinché possa operare tenendo in considerazione non solo la quantità ma anche la qualità dei crediti concessi; si attua non tanto un inasprimento, bensì una razionalizzazione dei requisiti patrimoniali.

³⁵ V. *supra*.

³⁶ V. *supra*.

A tal fine sono stati introdotti nuovi metodi di misurazione del rischio:

Un sistema *standard* in cui i fattori di ponderazione sono formulati da soggetti estranei all'istituto di credito. Il *rating* – un giudizio sulla capacità di una società di assolvere o meno i propri debiti³⁷ – è valutato da agenzie indipendenti accreditate – ECAI (*External Credit Assessment Institution*) – mentre PD (probabilità di *default*), LGS (*Loss Given Default* – perdita in caso di inadempimento), EAD (*Esposure at default* – esposizione in caso di perdita) e M (*Maturity* – scadenza) sono fissati dalle Autorità di Vigilanza in base ai requisiti dell'impresa richiedente il finanziamento. Le banche segmentano i loro crediti in categorie prudenziali, cui corrisponde una ponderazione fissa del rischio (20%, 50%, 100%, 150%). Esiste anche un metodo *standard* semplificato, che prevede opzioni facilitate per il calcolo. Ricoprono particolare rilievo gli strumenti di mitigazione del rischio, che consentono di ridurre la probabilità di *default*, migliorando il *rating* del cliente e le condizioni di accesso al credito³⁸ – sono previste tre categorie: garanzie reali, personali, derivati su credito, nonché la possibilità di effettuare compensazioni di bilancio. Questi strumenti consentono di incidere sul tasso di interesse praticato sui finanziamenti, migliorando la percentuale di perdita complessiva sul prestito concesso dalla banca e di affinare il *rating*, qualora le garanzie siano concesse da un soggetto pubblico o da un istituto di credito con un *rating* migliore rispetto a quello del cliente³⁹;

³⁷*Che cos'è il rating*, consultabile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/rating.htm>

³⁸Camera di Commercio Industria Artigianato e Agricoltura di Macerata, *I metodi di ponderazione del rischio*, consultabile all'indirizzo <http://www.mc.camcom.it/uploaded/Allegati/Promozione/Doc/Doc-04-Basilea-2.pdf>

³⁹*Idem*, *Gli strumenti di mitigazione del rischio*, consultabile all'indirizzo <http://www.mc.camcom.it/uploaded/Allegati/Promozione/Doc/Doc-05-Basilea-2.pdf>

Ji sistemi IRB (*Internal Rate Base Approach*), in base ai quali le banche calcolano il *rating* del cliente valutando direttamente il rischio del credito, determinandone il valore, nonché le variabili PD, LGD, EAD e M.; tale modello si compone di due versioni, una base, l'altra avanzata. Per quanto concerne la prima, la banca utilizza sistemi di calcolo interni per determinare il *rating* del cliente ed individuare la classe cui appartiene, alla quale è assegnata automaticamente una specifica PD; le ulteriori componenti sono determinate dall'Autorità di Vigilanza. La versione avanzata consiste in una valutazione completamente autonoma del rischio del cliente da parte della banca, la quale deve quindi dotarsi di sistemi complessi per calcolare tutte le variabili di rischio. In questo caso è necessaria una certificazione da parte dell'Autorità di Vigilanza che attesti l'idoneità dell'istituto di credito a svolgere tali operazioni⁴⁰.

Con il secondo pilastro entrano in vigore nuovi principi per la supervisione da parte degli organi di controllo nazionali, affinché le banche si dotino di adeguate politiche, procedure e sistemi di misurazione e controllo per la valutazione dei rischi e l'adeguatezza patrimoniale: devono tener conto di rischi non considerati nei requisiti minimi, nonché dell'impatto di eventuali situazioni congiunturali avverse.

L'oggetto della vigilanza si sposta dalla solidità delle banche, valutata secondo l'ottemperanza di requisiti formali, all'adeguatezza, efficacia ed effettivo funzionamento dei sistemi di valutazione dei crediti.

Per quanto concerne l'ultimo pilastro, entrano in vigore linee guida in tema di trasparenza di informazioni sulle condizioni di rischio della banca, affinché si

⁴⁰Camera di Commercio di Macerata, *I metodi di ponderazione del rischio*, cit. nota 38.

sviluppi il ricorso alla disciplina di mercato quale integrazione al lavoro delle autorità di vigilanza.

Considerata la maggiore discrezionalità delle banche nella determinazione del fabbisogno di capitale, viene richiesta ad esse una maggiore trasparenza nei confronti degli operatori di mercato, al fine di effettuare una valutazione sul rischio della banca e sull'adeguatezza del suo livello di capitalizzazione⁴¹.

Tuttavia, le vicende storiche che hanno seguito la stesura di questo secondo accordo hanno rivelato l'inidoneità strutturale di tale assetto normativo. In particolare, la crisi economica del 2008, in cui un ruolo centrale è stato ricoperto dallo sviluppo incontrollato di prodotti finanziari innovativi – i derivati – ha causato un'instabilità che il sistema di supervisione sulla finanza non è riuscito ad arginare.

Tra le ulteriori cause della crisi economica sono da annoverarsi anche l'attitudine delle banche ad assumere rischi eccessivi senza incrementare proporzionalmente il livello di capitalizzazione, nonché la situazione di consistente sbilancio di scadenze e valute, con margini molto ridotti di disponibilità liquide, a fronte della tendenziale possibilità di reperire moneta sul mercato con facilità e a costi contenuti⁴².

Peraltro, nell'elaborazione del secondo accordo non si era tenuto conto dell'inconciliabilità tra sistemi normativi nazionali e regolamentazione applicabile agli operatori economici operanti a livello transnazionale, né del fatto che una più

⁴¹*L'accordo di Basilea 2*, Il Sole24Ore, pp. 4-8, Settembre 2006.

⁴²La crisi ha dimostrato che a causa della perdita di fiducia nei confronti delle banche, l'offerta di moneta si è drasticamente ridotta, obbligando le banche centrali ad erogare consistenti volumi di credito di emergenza cfr. Montanaro E., *Basilea III – Note di sintesi*, A.A. 2014/2015.

rigida regolamentazione di tali soggetti possa comportare una riduzione dell'afflusso di risorse finanziarie all'economia⁴³.

Per quanto riguarda i derivati, sono prodotti il cui valore deriva dall'andamento del valore di un'altra attività o dal verificarsi nel futuro di un evento osservabile oggettivamente – l'attività o l'evento sono definiti "sottostante"⁴⁴.

Sono tre le finalità per cui sono impiegati: ridurre il rischio finanziario di un portafoglio preesistente (copertura, o *hedging*); conseguire un profitto assumendo esposizioni rischiose (speculazione); conseguire un profitto non rischioso combinando le transazioni sul derivato e sul sottostante, in modo da rilevare eventuali differenze di valore (arbitraggio)⁴⁵.

Dunque, questi prodotti, opportunamente disciplinati, non sono di per sé pericolosi, ma anzi possono essere utili per lo sviluppo dell'economia e per la circolazione della moneta.

Negli anni che hanno preceduto la crisi del 2008 sono stati adottati, negli Stati Uniti, in colossali operazioni di cartolarizzazione, relative alla concessione di mutui: le banche concedevano prestiti (cosiddetti mutui *subprime*)⁴⁶ a soggetti non affidabili dal punto di vista creditizio, trasferendo il rischio dell'operazione ad una società-veicolo⁴⁷ (*Special Purpose Vehicle – SVP*), che a sua volta incorporava i

⁴³Senza contare che l'accordo era stato siglato da un ristretto gruppo di Paesi, che rappresentavano solo una parte limitata; Alessandro Mauri, *Basilea 3 e gli effetti su credito e redditività*, consultabile all'indirizzo <http://www.europinione.it/basilea-3-gli-effetti-credito-redditivita/>

⁴⁴*Cosa sono i prodotti derivati*, consultabile all'indirizzo http://www.consob.it/main/trasversale/risparmiatori/investor/prodotti_derivati/cosa_sono_prodottiderivati.html

⁴⁵V. *supra*.

⁴⁶*Cosa sono I subprime?* consultabile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutuisubprime.htm>

⁴⁷Caratteristica di queste "società" è la dotazione di un patrimonio separato, destinato esclusivamente allo svolgimento della procedura obbligazionaria

crediti ceduti in titoli da collocare sul mercato, corrispondendo agli istituti di credito la medesima somma erogata a titolo di mutuo.

In tal modo le banche potevano procurarsi velocemente i contanti concessi ai mutuatari e mobilitare attività poco liquide, trasferendo sul mercato il rischio del prestito; un fenomeno così congegnato è di per sé governabile, ma la situazione è sfuggita di mano quando gli istituti di credito hanno iniziato a cartolarizzare i titoli già cartolarizzati, dando vita ad un'operazione incontrollata che ha avuto rilevanti ripercussioni sull'economia mondiale, portando al fallimento di numerosi ed importanti istituti bancari.

Questa situazione si è generata per molteplici motivi: le agenzie di *rating* hanno attribuito votazioni generose ai titoli ricartolarizzati (anche perché inconsapevoli della reale composizione di questi strumenti), aumentando l'incertezza e il rischio ad essi collegati; i debitori, essendo poco affidabili, si sono resi insolventi, e le perdite sono aumentate esponenzialmente, poiché – come abbiamo visto in precedenza – una finalità degli effetti dei derivati è proprio quello di moltiplicare il rischio di chi investe in tali strumenti.

Ciò ha comportato il fallimento di fondi, banche e società finanziarie, ripercuotendosi sulle borse, e quindi sulle piazze finanziarie più importanti del mondo⁴⁸.

Due ulteriori distorsioni conseguite a questa situazione sono le seguenti: l'intermediazione bancaria è stata attratta dall'attività di mercato, fortificando lo *shadow banking system* – sistema bancario ombra, istituzioni finanziarie che svolgono funzioni simili a quella bancaria, ma non soggette alla medesima severa

⁴⁸La crisi dei mutui subprime, consultabile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/crisimutuisubprime.htm>

regolamentazione prudenziale (creando il presupposto per arbitraggi regolamentari), e alle quali gli istituti di credito hanno trasferito parte della loro operatività; sono stati discriminati i prestiti alle imprese⁴⁹.

Da questo evento sono derivati alcuni interrogativi: se Basilea II fosse una condizione sufficiente o necessaria per raggiungere la stabilità finanziaria, sia interna sia internazionale; se un'armonizzazione a livello regolamentare conduca *sic et simpliciter* alla stabilità.

La risposta più logica, a seguito dei fatti storici sopra descritti, è che in caso di eventi negativi “anomali” la capitalizzazione di Basilea II non costituisce idonea protezione contro le crisi bancarie, perché un miglioramento della stabilità microeconomia non conduce necessariamente alla stabilità macroeconomica.

Sul punto, alcuni autori⁵⁰ hanno sostenuto che un unico assetto non possa addirsi a tutti i paesi, per cui è giusto dare maggior rilievo all'attività di vigilanza e al controllo prudenziale effettuato nelle singole realtà, e che una corretta gestione a livello mondiale consentirebbe di percepire il sistema bancario come solido, evitando l'insorgenza dei problemi di liquidità, che causano i fallimenti bancari⁵¹.

Lo stesso BCBS – *Basel Committee on Banking Supervision* – è consapevole che la regolamentazione derivante dai secondi accordi offra un contributo positivo per migliorare la stabilità microeconomica, e che quest'ultima sia efficace solo in presenza di precondizioni più generali, affidate a caratteri sistemici e a politiche macroeconomiche

⁴⁹Elisabetta Montanaro, *Basilea III*, cit. nota 42.

⁵⁰Haldane (2001), Deloitte (2005)

⁵¹Caruana (2004), Deloitte (2005)

Sono stati comunque evidenziati dei pregi in questo secondo accordo: oltre al già citato incentivo per la stabilità microprudenziale, sono da segnalare gli impulsi alle autorità di vigilanza per acquisire una conoscenza più dettagliata sulle pratiche, sulle politiche, sui sistemi e sui controlli di ciascuna banca, e uno stimolo ad una discussione sui più ampi vantaggi di una disciplina di mercato⁵².

Tuttavia, si è ritenuto opportuno riformare l'assetto regolamentare internazionale: giungiamo così agli accordi di Basilea III, sottoscritti nel 2010. L'obiettivo fondamentale era rafforzare la capacità delle banche di assorbire gli *shock* derivanti da tensioni economiche e finanziarie, a prescindere dalla loro origine, per ridurre il rischio di contagio dal settore finanziario all'economia reale⁵³.

Si parte dai tre pilastri di Basilea II e si innalzano sia la qualità sia la quantità della base patrimoniale, migliorando la copertura dei rischi; si introduce un indice di *leverage ratio* (leva finanziaria), che integra i coefficienti patrimoniali basati sul rischio per contenere l'accumulo eccessivo di leva nel sistema bancario e per fornire una protezione ulteriore contro eventuali errori di misurazione (tale indicatore è dato dal rapporto tra *tier 1* e *asset* totali non ponderati); sono altresì introdotti elementi macroprudenziali per il contenimento dei rischi sistemici derivanti dal grado di prociclicità e dalle interconnessioni fra istituzioni finanziarie⁵⁴.

⁵² Maximilian *Basilea II: panacea o opportunità mancata?* Moneta e Credito, n. 228, Dicembre 2004, pp 383-436.

⁵³ Vito Spada, *Basilea III*, intervento presso l'Università del Salento, Dicembre 2011.

⁵⁴ Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, Dicembre 2010 aggiornato Giugno 2011, Banca dei Regolamenti internazionali.

Il primo intervento riguarda il *common equity* – la componente di migliore qualità del patrimonio di una banca – rappresentata da azioni ordinarie e riserve di utili, cui viene attribuito un maggior peso.

Il nuovo patrimonio sarà composto da:

) *Tier 1* – patrimonio di base (in grado di assorbire le perdite in condizioni di continuità d’impresa, e costituito in misura preponderante da *common equity*), che deve essere sempre pari ad almeno il 6% delle attività ponderate per il rischio;

1. *Common Equity Tier 1*, che deve essere sempre pari ad almeno il 4.5% delle attività ponderate per il rischio;

2. *Tier 1* aggiuntivo;

) *Tier 2* – patrimonio supplementare (in grado di assorbire le perdite in caso di crisi).

Il patrimonio di vigilanza totale (*Tier 1* + *Tier 2*) deve essere pari in qualsiasi momento ad almeno l’8% delle attività ponderate per il rischio. È stato stabilito che al di fuori di periodi di tensione, le banche devono mantenere *buffer* patrimoniali in eccesso rispetto ai requisiti minimi⁵⁵.

Relativamente ai rischi, la copertura è stata rafforzata sia con riguardo alle posizioni *on balance sheet* (in bilancio) sia per quelle *off balance sheet* (fuori bilancio) per i derivati: è stato innalzato il requisito patrimoniale a fronte delle esposizioni collegate al portafoglio di negoziazioni o cartolarizzazioni complesse, ed è stato introdotto un ulteriore requisito di capitale fondato sul valore a rischio

⁵⁵V. *supra*

in condizioni di stress acuto (il cosiddetto *stressed VaR*), misurato ipotizzando un periodo ininterrotto di 12 mesi di tensioni finanziarie significative⁵⁶.

Sono stati inoltre aggiornati i metodi di calcolo del rischio di controparte per le esposizioni in derivati, *repo* (*repurchase agreement*⁵⁷) e finanziamento titoli, e approvate misure volte a ridurre il ricorso ai *rating* esterni: le banche hanno l'obbligo di valutare internamente le esposizioni a cartolarizzazioni provviste di *rating* esterno⁵⁸. Tali interventi sono finalizzati a migliorare gli *standard* per il processo di controllo prudenziale e per l'informativa al pubblico⁵⁹.

Uno dei punti più importanti discussi nell'ambito di Basilea III riguarda la *leverage ratio*, poiché una delle caratteristiche della crisi è stata appunto l'accumulo di un eccessivo grado di leva finanziaria, in e fuori bilancio⁶⁰.

Ma esaminiamo brevemente di cosa si tratta: grazie all'effetto leva è possibile effettuare un investimento riguardante un ammontare di risorse finanziarie superiore rispetto al capitale effettivamente posseduto, fruendo di un rendimento potenzialmente più elevato rispetto a quello conseguito da un investimento diretto nel sottostante, ma esponendosi anche al rischio di perdite più significative⁶¹.

⁵⁶V. *supra*.

⁵⁷Pronti contro termine: di due contraenti, uno vende all'altro un titolo in contanti, impegnandosi a riacquistarlo alla data di scadenza a fronte del pagamento del prezzo originario aumentato dell'interesse. *Repo*, consultabile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/R/Repo.shtml?uuid=11ed0626-5807-11dd-93cb-a54c5cfd900&DocRulesView=Libero>

⁵⁸Vito Spada, *Basilea III*, cit. nota 53.

⁵⁹Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Basilea III*, cit. nota 54.

⁶⁰*La leva finanziaria*, consultabile all'indirizzo <http://www.consob.it/web/investor-education/la-leva-finanziaria>

⁶¹Per esempio: 100, li investo in un titolo per cui le aspettative di guadagno o perdita sono pari al 30%: in caso positivo ottengo 130, altrimenti 70. Utilizzando l'effetto leva, ho 100, prendo in prestito 900 e investo 1000, con aspettative di guadagno del 30%: in questo caso ottengo 1300, restituisco i 900 (più eventuali interessi) e trattengo 300, con un investimento iniziale di 100 (guadagno del 300% rispetto all'investimento senza l'effetto leva).

Dal punto di vista aziendale, per leva si intende l'effetto moltiplicativo della differenza tra redditività del capitale investito e costo del capitale di debito di un'impresa misurato dal rapporto tra mezzi di terzi e propri, effetto espresso dalla seguente formula⁶²:

$$ROE = ROI + K (ROI - i)^{63}$$

Formula 1: ROI = risultato gestione caratteristica (reddito operativo) / capitale investito (totale impieghi); ROE = utile netto/capitale netto; K = capitale di terzi/capitale proprio; i = costo

Il meccanismo della leva finanziaria sarà analizzato più specificamente nel corso della trattazione.

Tornando alle determinazioni di Basilea III, in seguito alla crisi a fronte della quale il settore bancario è stato costretto a ridurre la propria leva, aumentando la contrazione del credito, il Comitato ha introdotto un indice con la finalità di contenere il grado di leva finanziaria in tale settore, riducendo il rischio di processi di *deleveraging* destrutturanti (cioè la riduzione della leva tramite disinvestimento, realizzato rimborsando i debiti con le liquidità disponibili e vendendo *asset* finanziari in portafoglio⁶⁴) che pregiudicano il sistema finanziario e l'economia.

Un altro aspetto chiave esaminato dal Comitato è stata l'amplificazione prociclica degli *shock* finanziari, accentuata soprattutto dall'applicazione dei principi contabili alle attività valutate al valore di mercato e ai prestiti detenuti fino a scadenza, dalle prassi di adeguamento dei margini e dall'accumulo di leva finanziaria.

⁶²Leva finanziaria, consultabile all'indirizzo <http://bankpedia.org/index.php/it/113-italian/1/20858-leva-finanziaria>

⁶³ V. *supra*.

⁶⁴*Deleverage*, consultabile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-05-05/deleverage132237.shtml?uuid=AaAS4XUD>

La finalità perseguita da Basilea III riguarda il rafforzamento delle banche dinanzi a dinamiche procicliche, per consentire un assorbimento dello *shock* anziché una trasmissione dei rischi all'economia, la creazione di riserve cui le singole banche possono attingere nelle fasi di crisi, la protezione del sistema bancario nelle fasi di eccessiva espansione del credito.

Una delle dinamiche maggiormente procicliche si è rivelata l'incapacità degli schemi prudenziali e dei sistemi di gestione del rischio di cogliere esposizioni importanti – p.e. quelle connesse ad attività complesse di negoziazione e ricartolarizzazione – prima dell'emergere della crisi. Il Comitato ha adottato provvedimenti supplementari per raggiungere un equilibrio tra sensibilità al rischio e stabilità dei requisiti.

Tra questi figurano l'utilizzo, da parte del CEBS (Comitato delle Autorità europee di Vigilanza bancaria), del secondo pilastro, per rettificare le probabilità di insolvenza (*probability of default, PD*) calcolate dalle banche che utilizzano il metodo IRB durante i cicli favorevoli con quelle stimate in condizioni recessive⁶⁵.

Al fine di mantenere la stabilità in fasi di contrazione, e per fornire un meccanismo di ricostituzione delle risorse patrimoniali nei periodi di ripresa, il Comitato ha disposto la non distribuzione degli utili in momenti di difficoltà a salvaguardia della conservazione del capitale e richiesto l'adozione di mezzi ulteriori rispetto ai minimi cui attingere nei periodi di tensioni; tale

⁶⁵ Cfr. CEBS *Position paper on a countercyclical capital buffer* (Luglio 2009) consultabile all'indirizzo www.c-eps.org/getdoc/715bc0f9-7af9-47d9-98a8-778a4d20a880/CEBS-position-paper-on-a-countercyclicalcapital-b.aspx

provvedimento presenta il vantaggio aggiuntivo di contribuire a frenare l'eccessiva espansione del credito⁶⁶.

Un altro aspetto che ha contribuito all'espansione della crisi è rappresentato dall'eccessiva interconnessione tra banche sistematicamente rilevanti, che ha concorso a trasmettere gli *shock* all'economia. Al riguardo, il Comitato e il *Financial Stability Board* hanno predisposto una combinazione di requisiti aggiuntivi di capitale (*Capital Surcharges*), strumenti di debito da convertire in capitale al verificarsi di determinati eventi (*Contingent Capital*) e la partecipazione di alcune categorie di creditori alle perdite (*Bail-in*).

Un'ulteriore questione affrontata nell'ambito di Basilea III riguarda la liquidità durante la crisi, una nota dolente anche per le banche sufficientemente capitalizzate. Affinché queste possano fronteggiare situazioni di *stress* acuto nel breve periodo, e mantengano una maggiore stabilità nel lungo periodo, finanziando le attività con provviste più stabili, sono stati introdotti due indicatori: il *Liquidity Coverage Ratio* (LCR) e il *Net Stable Funding Ratio* (NSFR).

Quest'ultimo prevede che la banca mantenga, almeno per un anno, un ammontare minimo di provvista stabile in relazione al grado di liquidità e al potenziale fabbisogno derivante da impegni fuori bilancio – lo scopo è scoraggiare il ricorso al finanziamento all'ingrosso a breve termine e promuovere una migliore valutazione del rischio di liquidità, con riferimento sia alle poste in bilancio sia a quelle fuori. Il primo strumento consente alle banche internazionali di disporre di un adeguato livello di attività liquide di alta qualità non vincolate, idonee a controbilanciare i deflussi di cassa netti relativi a situazioni di tensione⁶⁷.

⁶⁶ Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Basilea III*, cit. nota 54.

⁶⁷ V. *supra*.

L'ultima determinazione assunta con Basilea III – considerata la presenza di intermediari *too big to fail*⁶⁸ e dei rischi derivanti dall'unione tra attività bancaria e finanziaria esercitate da uno stesso operatore - riguarda la reintroduzione dei vincoli di specializzazione negli USA – in cui alle banche commerciali è stata vietata l'attività di *trading* proprietario⁶⁹ e la possibilità di gestire fondi ad altissimo rischio (*hedge fund* – fondi speculativi) – e in Inghilterra – dove sono stati imposti sia la separazione tra banca classica e di intermediazione finanziaria, sia l'intervento pubblico solo in caso di fallimento di un istituto di credito tradizionale⁷⁰.

Vediamo nella pratica quali sono le conseguenze di Basilea III⁷¹. Il Comitato ha effettuato un'analisi su 98 banche di grandi dimensioni (“Gruppo 1”), il cui *tier 1* è superiore a 3 miliardi, e su 126 istituti più piccoli (“Gruppo 2”).

Sugli istituti appartenenti al Gruppo 1 è stato rilevato un *deficit* di 3.9 miliardi per soddisfare il requisito del 7% di *common equity tier 1* e i cuscinetti patrimoniali aggiuntivi richiesti dal *Financial Stability Board*. Tuttavia, si tratta di un fabbisogno basso, considerando che nel 2011 il *deficit* era pari a 486 miliardi; questa compensazione deriva dai tre anni di rafforzamenti patrimoniali imposti dal Comitato.

Per quanto concerne il Gruppo 2, l'ammacco ammonta a 1.8 miliardi, il che rileva che, in media, il capitale è più basso tra le banche più grandi. Relativamente

⁶⁸ “Troppo grandi per fallire”: è un'espressione riguardante la realtà politica, risalente al 2008, quando il governo americano è intervenuto con il “Piano Paulson” – dal nome del sottosegretario all'economia – per soccorrere i grandi istituti di credito e le banche che rischiavano il fallimento in seguito all'esplosione della bolla dei mutui *subprime*. Ci si riferisce ad organismi considerati troppo grandi nelle singole economie nazionali per essere privati dell'intervento pubblico in caso di rischio di fallimento.

⁶⁹ Negoziazione per conto proprio di valori mobiliari.

⁷⁰ Concetta Brescia Morra, *Il diritto delle banche*, cit. nota 28.

⁷¹ Dati resi noti dal Comitato di Basilea, presieduto da Stefan Ingves, in data 03.03.2015.

ai valori sul *leverage ratio*, 17 tra le banche del Gruppo 1 e 10 tra quelle del Gruppo 2 sono risultate al di sotto del 3% definito come obiettivo da Basilea.

Quanto alla liquidità, i minimi non sono stati raggiunti da una banca su 5: le disposizioni del Comitato impongono che LCR e NSFR debbano essere superiori al 100%, e se da una parte le banche maggiori hanno una media del 121% – che aumenta al 140% per quelle minori – dall'altra il 20% degli istituti registra un valore al di sotto del 100%.

In termini monetari, questa analisi si traduce in circa 305 miliardi di Euro di liquidità a breve termine, e 640 miliardi di raccolta a lungo termine⁷².

Tale esame è stato condotto sul presupposto che gli accordi di Basilea III siano pienamente in vigore alla data del 30 Giugno 2014, senza tener conto di disposizioni transitorie⁷³.

Prima di completare la disanima sugli intermediari finanziari, soffermiamoci sulla direttiva MiFID. In ambito comunitario, in seguito all'adozione del *Financial Services Action Plan* (FSAP), è stata avviata una riorganizzazione strutturale del mercato finanziario europeo, al fine di ottenere una reale integrazione e competitività.

L'intervento del FSAP si orienta su due fronti: perseguire l'efficienza e la competitività tra i sistemi di negoziazione ed armonizzare e comparare per poter fruire dell'informativa a livello *pan-europeo*.

⁷² Ninfolo F., *Basilea 3, banche in ritardo sui requisiti di liquidità*, Milano Finanza, Marzo 2015, consultabile all'indirizzo <http://www.milanofinanza.it/news/basilea-3-banche-in-ritardo-sui-requisiti-di-liquidita-201503031833545241>

⁷³ *Basilea III: pubblicati i risultati dell'azione di monitoraggio svolta dal BCBS sulle banche*, 24-09-2015 consultabile all'indirizzo <http://www.dirittobancario.it/news/requisiti-patrimoniali/basilea-3-comitato-di-basilea-pubblica-i-risultati-dell-azione-di-monitoraggio-svolta-sulle-banche>

Per perseguire questi fini, l'azione del FSAP si articola su quattro livelli, in base a quanto disposto dalla procedura *Lamfalussy*⁷⁴: il primo prevede l'adozione di una direttiva comunitaria, il secondo delle norme di dettaglio, sempre comunitarie, il terzo la cooperazione tra le autorità nella fase di attuazione della disciplina e l'attività interpretativa da parte del CERS, il quarto le attività di *enforcement* e di controllo dello stato di implementazione.

La direttiva in questione si rivolge soprattutto agli intermediari, per i quali le novità riguardano: i requisiti organizzativi – conformità e adempimento permanente alle norme europee attraverso il controllo dell'adeguatezza ed efficacia delle misure e procedure messe in atto, introduzione di procedimenti di controllo dei rischi relativi alle attività, ai processi ed ai sistemi dell'impresa, nonché un piano di *audit* per l'esame e la valutazione dei sistemi, meccanismi di verifica interni e dei dispositivi dell'impresa di investimento; i conflitti di interesse e le ricerche di investimento – la politica di gestione dei conflitti deve essere formulata per iscritto, e deve essere tale da consentire l'individuazione delle circostanze che possano ledere gli interessi di uno o più clienti, e definire le procedure e le misure volte a gestire tali situazioni, e soprattutto un appropriato grado di indipendenza per i soggetti impegnati nelle attività che generano tali conflitti; le norme di comportamento e gli incentivi; la *suitability* (nell'ambito di una consulenza in materia di investimenti o nella gestione di portafoglio, l'idoneità del servizio e dello strumento al profilo del cliente), l'*appropriateness test* (nella prestazione di qualsiasi altro servizio, la conformità di questo al

⁷⁴ Procedura ideata per agevolare e snellire le modalità di adozione della normativa comunitaria nel settore dei servizi e dei mercati finanziari, facilitandone così l'adeguamento ai rapidi sviluppi delle prassi commerciali. Creata in seguito all'istituzione nel 2000, da parte del Consiglio dell'UE, di un "comitato di saggi" che nel 2001 ha pubblicato una relazione sulla regolamentazione dei mercati dei valori mobiliari europei

cliente), l'*execution only*; la *best execution* (l'adozione di tutte le misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile per i clienti), l'*execution policy* (la definizione di una strategia di esecuzione degli ordini) e il *client order handling rules* (misure volte a facilitare l'esecuzione di ordini con limiti di prezzo); la classificazione dei clienti e la definizione dei servizi di investimento (con questo intervento sono stati inclusi la consulenza e la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione – MTF).

Relativamente ai mercati, la MiFID introduce regole di trasparenza, criteri di ammissione degli operatori e degli strumenti finanziari, nonché le norme sul *post-trading*.

Le ultime due innovazioni introdotte riguardano la comunicazione alle autorità, per finalità di vigilanza, dei dettagli delle operazioni concluse (nel termine massimo del giorno lavorativo seguente) e l'introduzione dell'internalizzatore sistematico (IS), ossia quell'impresa la cui attività di esecuzione di ordini dei clienti in conto proprio al di fuori dei mercati regolamentati o MTF è svolta in modo organizzato, frequente, sistematico e rispettando un *material commercial role* e procedure non discrezionali, ed è accessibile ai clienti su base regolare e continua⁷⁵.

Per concludere questa analisi sugli intermediari finanziari, citiamo la riforma del 2015, il Regolamento MEF (D.M. 53/2015), che esplica il contenuto dell'attività di concessione di finanziamenti, configurandola come esercizio nei confronti del pubblico, definisce i criteri per individuare i confidi *ex art. 112 TUB* tenuti all'iscrizione nell'elenco *ex 106 TUB*, stabilisce i criteri di operatività in

⁷⁵Francesco Del Bene, *Strumenti finanziari e regole MiFID*, 2009, Ipsoa, pag. 98, cfr Plateroti F., Vantellini E., D'Ippolito S., *La nuova direttiva sui servizi di investimento 2004/39/CE (MiFID)*, in *Borsa Italiana*, 2006, pp 40-53

Italia degli intermediari finanziari esteri. Infine, alla luce dei principi di stabilità finanziaria, sana e prudente gestione, neutralità della regolamentazione rispetto ai soggetti vigilati, viene adottato, per gli intermediari finanziari, un regime di vigilanza prudenziale basato sui tre pilastri di Basilea II, essenzialmente equivalente a quello previsto per le banche⁷⁶.

2.1. La disintermediazione bancaria

Nel primo paragrafo abbiamo osservato come nel mercato esistano due modalità di finanziamento: diretta ed indiretta, e come con quella diretta le risorse siano reperite sul mercato, mentre con quella indiretta sia necessaria l'intermediazione di un soggetto.

Abbiamo anche specificato che il sistema italiano è banco-centrico, essendo il finanziamento imprenditoriale dipendente dal credito bancario. Tale ruolo di preminenza deriva da ragioni storiche: in seguito alla Grande Depressione degli anni Trenta, l'Italia ha optato per una statalizzazione delle imprese e delle banche, sottoponendole al controllo dell'IRI, l'Istituto per la Ricostruzione Industriale, che ha acquisito le partecipazioni azionarie delle società industriali e commerciali coinvolte nella crisi e che fino a quel momento erano detenute da aziende di credito.

Tale intervento pubblico è stato fondamentale per consentire alle banche di avere la liquidità persa a seguito della svalutazione delle proprie partecipazioni,

⁷⁶ Mario Marangoni, *Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari*, Circolare n. 288/2015, Banca d'Italia.

determinata da pericolosi intrecci partecipativi con le imprese⁷⁷. Il sistema che si è delineato in seguito alla statalizzazione del mercato si è basato sulla legge bancaria del 1936, la quale ha dato risalto alla componente pubblica connessa allo svolgimento dell'attività bancaria, affidandone la vigilanza, in un primo momento, ad organi di natura politica.

L'impianto che si andava delineando prevedeva una rigida separazione tra banca e industria, restrizioni alla libera composizione del portafoglio bancario – massimale agli impieghi e vincolo di portafoglio – nonché l'imposizione di regole di specializzazione temporali, vincoli all'operatività e autorizzazione sui principali atti di gestione: nascevano così le aziende di credito – che raccoglievano depositi a vista ed erogavano prestiti con scadenza a breve termine – e gli istituti di credito speciale – che invece raccoglievano risorse finanziarie a medio e lungo termine e concedevano finanziamenti a lunga scadenza.

In questo ambito, sono risultati fondamentali gli interventi di vigilanza di carattere strutturale, ossia riguardanti la struttura del mercato e il grado di concentrazione (p.e. vincoli all'entrata e all'uscita dal mercato, all'espansione dell'attività, per separare i mercati, nonché gli stessi vincoli di specializzazione).

La legge non definiva però gli obiettivi della vigilanza: l'ordinamento italiano, memore degli squilibri causati dalla crisi, aveva imposto la stabilità del sistema finanziario quale mira da perseguire, sacrificando ad essa la libertà di iniziativa economica e la concorrenza, ritenendole possibili cause di ulteriori instabilità.

⁷⁷Il *sistema finanziario italiano*, consultabile all'indirizzo http://www.econ.uniurb.it/materiale/4818_1_Struttura%20Finanziaria.pdf

Negli anni Novanta, con la legge di riforma “Amato” (L. n. 218/1990), assistiamo ad una privatizzazione del sistema finanziario, con la trasformazione in SpA di tutte le imprese prima sottoposte al controllo dell'Iri – ormai in liquidazione – e il trasferimento dei relativi pacchetti di controllo ad un soggetto definito “ente pubblico conferente”. Tale legge ha sancito l'applicabilità alle banche non più del diritto pubblico ma del diritto privato,⁷⁸.

In questo clima di riforme, subiscono cambiamenti rilevanti anche gli strumenti di vigilanza sugli intermediari bancari⁷⁹. Alcuni controlli vengono attenuati, perdendo la maggior parte della loro importanza: a partire dagli anni Ottanta inizia l'evoluzione della disciplina concernente l'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria e all'apertura di sportelli; viene limitata la discrezionalità delle Autorità di Vigilanza, e si amplia la possibilità di accesso al mercato e di espansione territoriale.

Con la prima direttiva Banche (77/780/CEE), recepita con D.P.R. n. 350/1985, la vigilanza nei confronti dell'insediamento di banche e di nuovi sportelli cambia radicalmente, essendo stato stabilito a livello europeo che le autorità creditizie di ciascun paese, nella valutazione delle domande di costituzione di enti creditizi, non dovevano tener conto del bisogno economico di mercato; a partire dal 1990 è stato introdotto il principio del silenzio-assenso, ed è stato limitato il potere della Banca d'Italia di negare l'autorizzazione nei casi in cui i programmi di espansione territoriale non fossero compatibili con le condizioni tecnico – organizzative dell'azienda (disciplina introdotta nell'art.15 TUB).

⁷⁸ Concetta Brescia Morra, *Il diritto delle banche*, cit. nota 28.

⁷⁹ *Ead., Le forme della vigilanza in L'ordinamento finanziario*, a cura di Carpiiglione F., II edizione, Cedam, 2010, parte seconda, *Supervisione e regole dell'operatività*, capitolo IV, pp 301-351.

I cambiamenti hanno riguardato anche i limiti di specializzazione temporale, inizialmente attenuati, in seguito abrogati nel 1992, con il D. Lgs N. 481/1992, che ha recepito la seconda direttiva Banche (89/646/CEE), nonché gli strumenti sulla composizione e i vincoli di portafoglio. L'unica limitazione mantenuta all'interno del TUB era la separazione tra banca e industria, che però è stata lentamente smorzata, fino ad essere eliminata.

È stata così abbandonata la vigilanza strutturale, che interviene sull'articolazione dei circuiti finanziari, sulla distinzione dei flussi tra mercati ed intermediari e sul grado di concentrazione – fondandosi sull'esistenza di una relazione significativa tra struttura del mercato, comportamento degli intermediari e *performance* di questi ultimi⁸⁰ – a favore di quella prudenziale, che tende a controllare il grado di rischio dell'attività, per assicurarne la solvibilità, e di stabilità in caso di dissesto⁸¹: tale è l'applicazione degli strumenti introdotti con Basilea I (il coefficiente di solvibilità).

Quanto detto sino ad ora ci consente di capire come appare oggi il sistema creditizio. Relativamente alla definizione di banca, dobbiamo distinguere due livelli, uno comunitario, l'altro nazionale: l'art. 1 della direttiva 77/780 definiva l'ente creditizio come “l'impresa la cui attività consiste nel ricevere depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico e nel concedere crediti per conto proprio”.

Tale descrizione è rimasta immutata per circa un ventennio, fino all'emanazione della direttiva 2000/28 CE, che ha provveduto ad ampliare la

⁸⁰ Giuseppe Guglielmo Santorsola, *La regolamentazione e la vigilanza*, Università Parthenope, consultabile all'indirizzo http://www.economia.uniparthenope.it/modifica_docente/santorsola/INTERMEDIARI_E_FINANZIAMENTI_D%60AZIENDA_23_-_LA_REGOLAMENTAZIONE_E_LA_VIGILANZA.PDF

⁸¹ Marco Onado, *Evoluzione dei criteri di vigilanza nel sistema bancario italiano*, in *Banca, impresa e società*, II edizione, 1983, pag. 141.

nozione includendo anche gli istituti di moneta elettronica: precisazione alquanto contraddittoria, dal momento che a tali enti è preclusa ogni possibilità di effettuare concessione di credito in qualsiasi forma, e la ricezione di fondi non costituisce depositi o altri fondi rimborsabili.

Di conseguenza, a livello europeo, distinguiamo gli istituti di moneta elettronica che costituiscono una *species* del più ampio *genus* degli enti creditizi⁸².

In ambito nazionale, la nozione di banca è contenuta nell'art. 10 TUB, che definisce l'attività bancaria qualificandola come "*raccolta di risparmio ed esercizio del credito, avente carattere d'impresa*".

Per "raccolta del risparmio" si intende acquisizione di fondi, nella forma del deposito o in altro modo, con obbligo di rimborso.

La metodologia della raccolta si è evoluta nel tempo, potendo avvenire anche attraverso strumenti quali pronti contro termine, emissione di titoli rappresentativi di depositi, obbligazioni bancarie, strumenti ibridi e passività subordinate, mentre il credito può essere erogato tramite mutuo, sconto, apertura di credito, anticipazione bancaria.

Inoltre le banche possono svolgere ogni altra attività finanziaria (p.e. servizi di investimento e di intermediazione finanziaria), connessa (attività non finanziaria che consente alla banca di promuovere la propria attività principale) o strumentale (attività non finanziaria ma ausiliaria a quella bancaria), salvo le riserve previste dalla legge (ad esempio, non può effettuare la gestione in monte dei patrimoni, funzione riservata alle SGR per esigenze di specializzazione,

⁸² Francesco Marescalco, *La controversa genesi degli "istituti di moneta elettronica"*, in *Professione Bancari*, n. 3 Marzo 2005, pp 4-5.

evitando così conflitti di interesse; non può esercitare attività assicurativa, il cui oggetto tipico è la sottoscrizione di “polizze vita”).

Solo la banca può poi effettuare la raccolta di risparmio collegata all’emissione o alla gestione di mezzi di pagamento a spendibilità generalizzata.

Tra tutti gli intermediari, è l’unica che può esercitare congiuntamente, in maniera professionale e nei confronti del pubblico, l’attività di raccolta del risparmio ed erogazione del credito.

A ciò consegue una regolamentazione più stringente e severa rispetto a quella prevista per gli altri intermediari, affinché l’attività bancaria possa realizzarsi in un mercato efficiente, stabile e trasparente, che contribuisca alla salute di tutta l’economia⁸³.

Tale disciplina è contenuta all’interno del TUB (D. Lgs n 385/1993), che detta regole speciali relativamente ai poteri di vigilanza cui sono sottoposte le banche, ai requisiti di cui devono essere dotati gli esponenti aziendali e i partecipanti, al trasferimento delle partecipazioni di controllo, alla gestione della crisi⁸⁴.

Per quanto riguarda la vigilanza, le funzioni oggi sono attribuite a più soggetti: in *primis* alla Banca d’Italia, la quale, in quanto Banca Centrale nazionale, gode di ampia indipendenza, il cui naturale completamento è la trasparenza che caratterizza il suo operato; al CICR, il Comitato interministeriale per il credito e il risparmio, che però svolge funzioni di carattere strettamente politico (la supervisione bancaria deve essere indipendente dal Governo); al

⁸³Banca d’Italia, *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d’Italia*, 26 Maggio 2015, consultabile all’indirizzo http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-gestione/2015/rel_gest_BI_14.pdf

⁸⁴ Concetta Brescia Morra, *Il diritto delle banche*, cit. nota 28.

Ministro dell'Economia e delle Finanze, i cui poteri si sono notevolmente ridotti in seguito all'emanazione del Testo Unico.

Le finalità della vigilanza sono individuate all'art. 5 TUB, il quale al primo comma prevede che *“Le autorità creditizie esercitano i poteri di vigilanza a esse attribuiti dal presente decreto legislativo, avendo riguardo alla sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, alla stabilità complessiva, all'efficienza e alla competitività del sistema finanziario nonché all'osservanza delle disposizioni in materia creditizia”*.

A livello europeo, invece, la vigilanza è in continua evoluzione: tra i paesi dell'Eurozona è stata istituita l'Unione bancaria, fondata su tre pilastri: il Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU – SSM, *SingleSupervisoryMechanism* – entrato in vigore nel 2013, ma operativo dal 2014), il Meccanismo Unico di Risoluzione delle Crisi (SRM, che entrerà in vigore dal 2016) e il Fondo Unico di Risoluzione (SRF, che dopo una fase transitoria, a partire da Gennaio 2015, sarà a regime dal 2025).

Relativamente al primo, configura l'esercizio congiunto di compiti e poteri di vigilanza sulle banche da parte di BCE (con il neo-costituito Consiglio di Sorveglianza) e delle autorità di vigilanza dei paesi dell'area Euro (ed extra-Euro che vorranno aderirvi).

La BCE vigila direttamente le banche significative⁸⁵, le altre sono soggette alla vigilanza delle autorità nazionali, nell'ambito degli indirizzi formulati dalla

⁸⁵ Affinché una banca possa considerarsi significativa, deve soddisfare i seguenti requisiti: il valore totale delle attività supera i 30 miliardi di Euro o, a meno che sia inferiore a 5 miliardi, superi il 20 % del PIL nazionale; è uno dei tre enti creditizi più significativi in uno Stato membro; riceve assistenza diretta dal meccanismo europeo di stabilità; il valore totale delle attività supera i 5 miliardi di Euro e il rapporto tra le attività transfrontaliere in più di un altro Stato membro partecipante e le attività totali è superiore al 20% o il rapporto tra le passività

BCE e di un'azione di supervisione svolta da quest'ultima sulla base di informazioni trasmesse dalle autorità nazionali, salvo assumerne la vigilanza diretta qualora lo ritenga necessario; per quanto concerne la risoluzione delle crisi di tutte le banche dei paesi aderenti al meccanismo di vigilanza unico, questa sarà gestita secondo regole armonizzate da parte del Comitato Unico di Risoluzione o delle autorità di risoluzione nazionali, nell'ambito di istruzioni e orientamenti comuni stabiliti dal Comitato, e potrà essere finanziata da un fondo unico, alimentato dai contributi versati dalle banche stesse.

Il quadro normativo sulla gestione delle crisi bancarie è completato dalla Direttiva 2014/59/UE concernente il risanamento e la risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e diretta a rafforzare ed armonizzare gli strumenti di intervento a disposizione delle autorità per prevenire le difficoltà e gestire le crisi degli intermediari, e dalla Direttiva 2014/4/UE, che riconsidera la disciplina sui sistemi di garanzia dei depositanti per rendere più efficace e uniforme la tutela offerta dai fondi nazionali cui tutte le banche devono aderire⁸⁶.

Un'ulteriore conseguenza della centralità delle banche nel sistema finanziario è data dalla possibilità per esse di acquisire informazioni riservate da parte delle imprese che richiedono il finanziamento, e di rilasciarle ai soggetti che decidono di investire in dette imprese, in modo da ridurre, se non eliminare del tutto, l'asimmetria informativa esistente nel mercato, per ovviare alla quale si richiederebbero dei costi eccessivi.

transfrontaliere in più di un altro Stato membro partecipante e le passività totali è superiore al 20%. Nonostante ciò, l'MVU può dichiarare significativo un ente affinché gli venga assicurata l'applicazione coerente di *standard* di vigilanza di elevata qualità; BCE, *Guida alla vigilanza bancaria*, Settembre 2014.

⁸⁶ Banca d'Italia, *Vigilanza sul sistema bancario e finanziario*, consultabile all'indirizzo <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/>

Inoltre, il possesso di dette informazioni, consente alla banca di operare una diversificazione del rischio, sia nell'erogare i finanziamenti, sia nel consigliare agli investitori le operazioni da compiere, attività che permette di accrescere la fiducia negli istituti di credito⁸⁷.

A fronte del ruolo centrale ricoperto nell'ambito del sistema finanziario, le banche sono soggette a dei forti rischi che, se non adeguatamente gestiti potrebbero condurre alla crisi dello stesso sistema (intendendosi per rischio tutto ciò che impedisce il raggiungimento del rendimento atteso, o ancora che comporta la perdita del capitale investito)⁸⁸.

Uno dei rischi più comuni, legato all'attività bancaria, è quello di liquidità, ossia che la banca non sia in grado di adempiere ai propri obblighi di pagamento, in modo tempestivo ed economico, nei tempi contrattualmente pattuiti⁸⁹; per ovviare a ciò, al di là dei criteri prudenziali stabiliti a livello europeo, la banca gestisce la liquidità tramite la trasformazione delle scadenze e dei rischi, tecnica che le consente di adeguare le caratteristiche temporali delle risorse raccolte per soddisfare le esigenze della clientela (il risparmio che la banca raccoglie sottoforma di depositi "a vista", cioè senza scadenza, è reimpiegato in attività meno liquide, generalmente prestiti di durata superiore ad un anno), riducendo i rischi cui andrebbero incontro i prestatori di fondi se li erogassero direttamente ai prenditori^{90 91}.

⁸⁷ Concetta Brescia Morra, *Il diritto delle banche*, cit. nota 28.

⁸⁸ Roberto Ruozi, Pierpaolo Ferrari, *Il rischio di liquidità nelle banche: aspetti economici e profili regolamentari*, *paper* 90, Febbraio 2009, consultabile all'indirizzo <http://www.unibs.it/sites/default/files/ricerca/allegati/Paper90.pdf>

⁸⁹ V. *supra*.

⁹⁰ La banca può permettersi di fare ciò perché, in base a calcoli statistici, non tutti i depositanti prelevano nello stesso momento.

⁹¹ *Banca*, consultabile all'indirizzo <http://www.treccani.it/enciclopedia/banca/>

Nel caso in cui però tale compensazione risulti sbilanciata a sfavore della banca, il sistema bancario, grazie a strumenti di gestione della crisi, può fornire la liquidità necessaria, laddove, se le complicazioni riguardassero più banche, si potrebbe generare una crisi sistemica⁹².

Altro rischio cui la banca va incontro è quello di credito, o di insolvenza, poiché è possibile che nell'ambito di un'operazione creditizia il debitore non assolva, o lo faccia solo in parte, ai suoi obblighi di rimborso, sia del capitale sia degli interessi.

Tale eventualità può dipendere da due fattori: insolvenza del debitore e deterioramento del merito creditizio di quest'ultimo⁹³. Ecco perché l'istituto deve verificare quest'ultima componente, intesa come attendibilità economico-finanziaria di un soggetto, tale da influire sul rischio finanziario associato all'erogazione di credito a suo favore.

Prima di concedere un prestito è necessaria quindi una valutazione sulla situazione attuale e sulle previsioni di sviluppo del mercato in cui l'impresa opera, sui prodotti e servizi realizzati e o commercializzati e sul posizionamento nel mercato, considerate le caratteristiche del settore e la concorrenza; in collaborazione con il cliente, la banca assume dati sulla natura giuridica dell'impresa, la struttura proprietaria, la fase di sviluppo, i canali di vendita, l'esperienza dei proprietari e dei responsabili; ulteriori informazioni da reperire riguardano la natura e l'origine dei fabbisogni finanziari della società, in modo che essa possa erogare il finanziamento più adatto alle esigenze dell'impresa;

⁹²Roberto Ruozi, Pierpaolo Ferrari, *Il rischio di liquidità nelle banche*, cit. nota 88.

⁹³ Martina Nardon, "Un'introduzione al rischio di credito", n. 123/2004, Università Cà Foscari di Venezia, consultabile all'indirizzo http://www.unive.it/media/allegato/DIP/Economia/Working_papers-ex-matematica-applicata/wp123-04.pdf

essenziale risulta una valutazione circa la capacità di rimborso del debitore, per verificare se sussistano o meno le condizioni per la buona riuscita dell'operazione (in base al tipo di finanziamento, alle finalità e alle dimensioni, l'istituto conduce la sua analisi servendosi di diversi approcci valutativi: per finanziamenti di breve termine, valuterà la capacità dell'impresa di produrre flussi di cassa nel breve tempo, e l'equilibrio della sua situazione patrimoniale e finanziaria; per quelli a medio/lungo termine, considererà la capacità prospettica di rimborsare il prestito negli anni futuri, puntando sullo studio e l'interpretazione dei flussi di cassa e monetari che l'impresa riuscirà a generare); infine, la banca prenderà in considerazione le garanzie rilasciate dal cliente, ossia quegli strumenti che attenuano il rischio finanziario cui essa si espone, consentendo all'impresa di ottenere un finanziamento anche quando vi siano elementi di incertezza a suo carico – la funzione della garanzia è trasferire una parte del rischio economico/finanziario a carico di specifiche quote del patrimonio aziendale o di terzi⁹⁴.

Essendo quindi le banche protagoniste del sistema finanziario, le loro funzioni sono così riassumibili: intermediarie nel mercato, fraponendosi tra coloro che necessitano di capitali e coloro che li mettono a disposizione, stimolando inoltre la formazione del risparmio e consentendone l'investimento nei settori produttivi per favorirne la crescita; sono il perno del sistema dei pagamenti internazionali, oggi effettuati solo in minima parte con moneta legale, essendo preferita quella bancaria ed elettronica per ragioni di semplicità, celerità, riduzione dei tempi e sicurezza; tramite l'erogazione del credito, le banche

⁹⁴ Antonio Fortarezza, *Valutazione del merito creditizio, criteri generali*, Gennaio 2007, consultabile all'indirizzo http://studiofa.it/documenti_studiofa/valutazione_merito_creditizio.pdf

influenzano l'andamento dell'economia e la regolazione del PIL; sostengono le imprese nel loro sviluppo, non solo grazie alla concessione di finanziamenti, ma anche tramite altri servizi che si adattano alle necessità di crescita⁹⁵.

Quest'ultimo ruolo è particolarmente significativo, considerata la frammentazione del sistema produttivo in un numero molto elevato di PMI⁹⁶.

È da ricercarsi in questo fattore strutturale il ruolo così importante delle banche quali intermediari finanziari, unitamente ad altre debolezze del sistema che andremo ad analizzare nel prosieguo della trattazione.

È da segnalare che nel 2013 la BCE e le autorità nazionali di vigilanza hanno eseguito un *comprehensive assessment*, una valutazione approfondita, sulle banche europee (15 delle quali italiane, tra cui 13 che entreranno nel perimetro del Meccanismo di Vigilanza Unico).

Tale esame, di natura prudenziale, senza ripercussioni sui bilanci degli istituti di credito, si compone di due parti: una revisione della qualità degli attivi (*asset quality review* – AQR) per stabilire se il *common equity tier 1* – CET 1 (parametro utilizzato per valutare la solidità di una banca, ottenuto dal rapporto tra il capitale ordinario versato – CET 1 – e le attività ponderate per il rischio – secondo la BCE deve essere superiore all'8%⁹⁷) sia idoneo a fronteggiare la rischiosità dei vari attivi⁹⁸; due *stress test* – prove di resistenza, esami effettuati dalla BCE per valutare lo stato di salute delle banche, evidenziando quindi quali

⁹⁵ *Le banche e il loro ruolo nella crisi – La teoria del ciclo economico*, consultabile all'indirizzo <http://hurliel.oneminutesite.it/>

⁹⁶ Giuseppe Rocco, *Risparmio privato*, cit. nota 3.

⁹⁷ *Common equity*, consultabile all'indirizzo <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/common-equity.html>

⁹⁸ Rilevati a fine 2013.

sono in difficoltà e quali ottengono una valutazione positiva⁹⁹ – relativi a scenari ipotetici per il triennio 2014-2016, per stabilire in che modo un radicale peggioramento della situazione macroeconomica e finanziaria possa ripercuotersi sulle banche e a quanto ammonta il capitale necessario per preservarle da questo scenario di crisi¹⁰⁰.

In base ai risultati pubblicati dalla BCE il 26 Ottobre 2014, secondo i dati dello *stress test* 9 banche italiane presentavano carenze di capitale¹⁰¹; il numero si riduce a 4 se si prendono in considerazione gli aumenti perfezionati tra gennaio e settembre¹⁰².

Bankitalia ha disposto operazioni di irrobustimento patrimoniale¹⁰³, quali le cessioni straordinarie di attivi, il completamento di procedure di autorizzazione all'utilizzo di modelli interni, la rimozione di requisiti patrimoniali specifici¹⁰⁴.

Per quanto riguarda i risultati dell'AQR, sono state confermate le difficoltà dei nostri istituti, avendo subito i nostri attivi la maggiore svalutazione in Europa.

Ciò avvalorava il peggioramento della qualità del credito, a causa della crisi e della maggiore difficoltà di ottenere il rimborso dell'erogato¹⁰⁵.

⁹⁹ Cosa sono gli *stress test* della BCE, consultabile all'indirizzo <http://www.ilpost.it/2014/10/27/stress-test/>

¹⁰⁰ Tale *stress test* prevede una duplice ipotesi: una di base, in cui l'adeguatezza del capitale è verificata rispetto al requisito dell'8%, e una avversa, assumendo come termine di paragone il 5.5% - scenario quest'ultimo che per l'economia italiana rappresenterebbe un vero e proprio collasso.

¹⁰¹ Banca Popolare, Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banca Popolare di Milano, Banca Popolare di Sondrio, Banca Popolare di Vicenza, Banca Carige, Credito Valtellinese, Monte dei Paschi di Siena, Veneto Banca.

¹⁰² BPM, Banca Popolare di Vicenza, Banca Carige, MPS.

¹⁰³ Risultati dell'esercizio di "valutazione approfondita", 26 Ottobre 2014, comunicato stampa Banca d'Italia.

¹⁰⁴ Considerando questi fattori, sono solo due le banche che presentano ammanchi di capitale, ossia MPS e Banca Carige, determinati, nel primo caso, dall'ipotesi di restituzione del residuo degli aiuti di Stato, erogati dal Governo Monti nel 2011, nel secondo caso da bassi livelli di patrimonializzazione di partenza, non adeguatamente rafforzati in seguito, nonché da disfunzioni negli assetti di governo e controllo, ed irregolarità gestionali

A conferma di quanto esposto, a livello contabile sono stati riscontrati circa 136 miliardi aggiuntivi di prestiti deteriorati, ovvero *non performing loans*, crediti per i quali la riscossione è incerta in termini di rispetto della scadenza e di ammontare dell'esposizione (le due sottocategorie più importanti sono gli incagli e le sofferenze: i primi costituiscono esposizioni nei confronti di soggetti in situazione obiettiva di difficoltà, benché temporanea; i secondi sono crediti la cui riscossione non è certa poiché i debitori risultano in una situazione di insolvenza, che sia o meno accertata giudizialmente, o affine)¹⁰⁶.

Nonostante i dati sopra riportati, la crisi finanziaria mondiale, dei debiti sovrani e la doppia recessione, è confermata la solidità complessiva del sistema bancario italiano¹⁰⁷.

2.2 La struttura finanziaria delle imprese italiane

L'impresa¹⁰⁸ è un organismo economico dotato di capitale, mezzi di produzione e forza lavoro, che esercita un'attività economica professionalmente

¹⁰⁵ Alessandro Greco, Raffaele Ricciardi, Carlotta Scozzari, *Stress test: le pagelle di tutte le banche italiane. Bocciate Mps e Carige*, 26 Ottobre 2014, consultabile all'indirizzo http://www.repubblica.it/economia/2014/10/26/news/stress_test_bce_banche_italiane-99048871/?ref=search

¹⁰⁶ *Non performing loans*, consultabile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/non-performing-loans137.htm>

¹⁰⁷ Risultati dell'esercizio di "valutazione approfondita", cit. nota 103.

¹⁰⁸ A livello europeo è impresa "ogni Entità, a prescindere dalla forma giuridica rivestita, che eserciti un'attività economica" (Art.1 allegato II alla raccomandazione della Commissione europea del 6 Maggio 2003).

organizzata, volta alla produzione e allo scambio di beni e servizi. Tale nozione è ricavabile da quella di imprenditore, ex art. 2082 cc¹⁰⁹ e art. 2195 cc¹¹⁰.

Sul mercato esse si pongono come i soggetti in *deficit* di risorse, caratterizzate dal fabbisogno finanziario in termini di quantità di mezzi finanziari necessari per sostenere l'acquisto e l'utilizzo dei fattori produttivi e le altre operazioni di gestione¹¹¹.

Ciò può essere causato dal sostenimento di costi, e quindi di uscite, anticipatamente rispetto all'entrata dei relativi ricavi; oppure dalla diversa scadenza di crediti e debiti contratti.

Il fabbisogno è inoltre influenzato dal ritmo di crescita dell'impresa, dal tasso di autofinanziamento – ossia il rapporto tra l'autofinanziamento e il totale degli investimenti d'impresa¹¹² – e dal vincolo finanziario, ossia l'entità di risorse necessarie per realizzare unità di vendita.

In base a queste precisazioni, possiamo identificare la struttura finanziaria di un'impresa nell'insieme delle fonti di finanziamento utilizzabili per sostenere le proprie strategie¹¹³.

¹⁰⁹ Art. 2082 CC: “È imprenditore chi esercita professionalmente una attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o di servizi”.

¹¹⁰ Art. 2195 CC: “Sono soggetti all'obbligo dell'iscrizione, nel registro delle imprese gli imprenditori che esercitano: 1) un'attività industriale diretta alla produzione di beni o di servizi; 2) un'attività intermedia nella circolazione dei beni; 3) un'attività di trasporto per terra, per acqua o per aria; 4) un'attività bancaria o assicurativa; 5) altre attività ausiliarie delle precedenti. Le disposizioni della legge che fanno riferimento alle attività e alle imprese commerciali si applicano, se non risulta diversamente, a tutte le attività indicate in questo articolo e alle imprese che le esercitano”.

¹¹¹ Iniziativa Comunitaria Equal II Fase, *Il fabbisogno finanziario*, consultabile all'indirizzo <http://docplayer.it/3496327-Iniziativa-comunitaria-equal-ii-fase-it-g2-cam-017-futuro-remoto-dispensa-il-fabbisogno-finanziario.html>

¹¹² Marco Righetti, *La crescita auto sostenuta di un'azienda*, Il commercialista telematico, consultabile all'indirizzo <http://www.commercialistatelematico.com/articoli/2008/04/la-crescita-autosostenuta-di-unazienda.html>

¹¹³ Tonino Pencarelli, Linda Gabbianelli, “*Il finanziamento dello sviluppo*”, tratto da DiBerdardo, Gandolfi, Tunisini, “*Economia e Management delle imprese*”, consultabile all'indirizzo

I canali di finanziamento sono generalmente tre: l'autofinanziamento, il capitale azionario, l'indebitamento (comprensivo di prestiti bancari ed emissioni obbligazionarie, oppure ibridi come le fonti mezzanine, che presentano caratteri tipici dei debiti e dei mezzi propri¹¹⁴); questi ultimi due costituiscono fonti esterne, il primo è di natura interna.

Generalmente il fabbisogno durevole è soddisfatto da fonti stabili, ossia capitale proprio e finanziamenti a lungo termine, mentre quello temporaneo è coperto da prestiti di breve termine¹¹⁵.

Non c'è dubbio che il ricorso all'indebitamento costituisca il canale prediletto di finanziamento, e nell'ambito di quest'ultimo si privilegi la fonte bancaria.

Basti pensare che un caposaldo dell'attività bancaria è rappresentato appunto dai prestiti alle società, che riguardano circa metà dell'attivo dei bilanci di un istituto di credito¹¹⁶.

Abbiamo quindi un panorama imprenditoriale molto eterogeneo in Italia, poiché ci sono da una parte le grandi imprese che godono di una solidità patrimoniale, economica e finanziaria che hanno un accesso al credito bancario facilitato, e dall'altra ci sono le piccole e medie imprese, che caratterizzano l'imprenditoria italiana, che avendo minore stabilità finanziaria, sono portatrici di maggiori rischi e quindi hanno più difficoltà nel reperimento di finanziamenti di fonte bancaria.

<http://docplayer.it/6724936-Tratto-da-economia-e-management-delle-imprese-dibernardo-gandolfi-tunisini-a-cura-di-tonino-pencarelli-linda-gabbianelli.html>

¹¹⁴ V. *supra*.

¹¹⁵ *Il sistema finanziario italiano*, cit. nota 77.

¹¹⁶ Lucio Morettini, "Analisi dell'evoluzione del sistema finanziario e della struttura bancaria", consultabile all'indirizzo http://www.issirfa.cnr.it/regioni_sistemacreditizio/attachments/article/179/Analisi%20evoluzione%20del%20sistema%20finanziario%20e%20della%20struttura%20bancaria.pdf

A sopperire a tale *deficit* creditizio erano gli istituti di credito operanti a livello locale, che avevano strumenti *ad hoc* per la realtà imprenditoriale delle PMI.

A fronte della crisi finanziaria neanche queste banche più vicine alle PMI sono state in grado di soddisfare il loro *deficit* di risorse.

Infatti, tra il 2007 e il 2012 si è assistito al cosiddetto *credit crunch* (stretta creditizia), termine diffusosi a seguito della crisi degli ultimi anni, ma già conosciuto dagli economisti: con tale espressione si vuole individuare una contrazione dell'offerta del credito indotta da una riduzione della patrimonializzazione delle banche (cosiddetto *capital crunch*), da riduzioni della liquidità nel sistema bancario, ma anche da una più marcata avversione al rischio degli istituti di credito nel concedere prestiti¹¹⁷.

Questo fenomeno si può estrinsecare in molteplici modi: con il rifiuto della concessione di credito, con l'aumento dei tassi di interesse e condizioni applicati, con l'irrigidimento dei criteri di valutazione del merito creditizio. La conseguenza è la medesima: si riducono i finanziamenti ai settori produttivi, il che comporta un calo degli investimenti e della crescita economica¹¹⁸.

Tale evento si è manifestato negli Usa a partire dal 2008, nonché negli anni Novanta nei paesi del Nord Europa, con conseguenze molto diverse, a seconda del sistema finanziario di riferimento.

In America, infatti, la crisi è stata molto pervasiva, tuttavia le imprese hanno accesso ad una variegata gamma di finanziamenti, cosa che non succede in Italia;

¹¹⁷ Raoul Minetti, *Che cos'è il credit crunch?*, Il Post, 23 Febbraio 2012, consultabile all'indirizzo <http://www.ilpost.it/2012/02/23/credit-crunch/>

¹¹⁸ *Credit crunch*, Dizionario di Economia e Finanza, 2012, consultabile all'indirizzo [http://www.treccani.it/enciclopedia/credit-crunch_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/credit-crunch_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

peraltro il nostro sistema è costituito da imprese più piccole, che possono affidarsi quasi esclusivamente alle erogazioni della propria banca locale o di provincia.

Inoltre sono poche le società italiane quotate in Borsa, e le emissioni obbligazionarie sono effettuate solo dalle più grandi; si aggiunga che in America vi sono innumerevoli istituzioni finanziarie alternative alle banche.

Nel Nord Europa, invece, la situazione è simile a quella nostrana, poiché i sistemi finanziari norvegesi, finlandesi e svedesi sono fortemente “bancarizzati”, con limitate alternative per le piccole e medie imprese¹¹⁹.

La crisi in questi paesi è stata causata dal processo di liberalizzazione dei mercati finanziari e creditizi: in particolare quelli svedesi erano altamente regolati, e per assecondare il processo di *deregulation*, sono stati rimossi gli obblighi per le banche di detenere titoli di Stato, il limite massimo all’ammontare totale dei prestiti concessi dalle banche commerciali, il vincolo sui tassi di interesse applicati sui mutui dagli istituti di credito, gli altri limiti agli scambi internazionali in valuta.

Ciò ha consentito: l’aumento dei prestiti richiesti alle banche dalle famiglie (nel 1990 rappresentava addirittura il 130% del PIL); l’apertura degli istituti a fonti di finanziamento estere per far fronte a tutte le richieste; un tasso addirittura negativo di risparmio; le imprese contraevano ingenti debiti, considerata la totale deducibilità degli interessi, anche in valuta estera.

I tassi d’interesse a cui erano concessi i finanziamenti erano però variabili, e un aumento a livello internazionale – dovuto alla politica monetaria restrittiva della Banca Centrale tedesca a seguito della riunificazione della Germania – e una

¹¹⁹ Guido Ascari, Paola Elena Brignoli, *La Crisi bancaria Svedese degli inizi anni '90*, Università degli Studi di Pavia, consultabile all’indirizzo http://economia.unipv.it/pagp/pagine_personali/gascari/sweden_lungo.pdf

riforma fiscale volta a limitare la deducibilità degli interessi ha generato lo scoppio della crisi, con una svalutazione della corona svedese e il crollo di prestiti, consumi ed investimenti in ogni settore.

Le perdite registrate dalle famiglie e dalle imprese, che non riuscivano ad onorare i loro prestiti, si sono trasferite al sistema finanziario e bancario.

Il *credit crunch* che ha interessato i paesi del Nord Europa in seguito alla crisi ha avuto effetti devastanti: la Banca di Finlandia – banca centrale finlandese – ha calcolato una contrazione del volume di investimento delle imprese tra il 10 e il 15% tra il 1990 e il 1993¹²⁰.

Il significativo calo nell'offerta di credito è generato da due motivi principali: le banche aumentano i tassi di interesse, in seguito ad un periodo di grande espansione, per ridurre il rischio di inflazione – così gli istituti di credito alzano i loro tassi di interesse, bloccando l'accesso al credito per tutti coloro che non riescono a sostenere la spesa; per evitare il fallimento, dovuto alla cessione di liquidità, le banche si tutelano razionando il credito¹²¹; le autorità monetarie (le Banche Centrali) inducono quelle nazionali a ridurre i prestiti, aumentando i tassi di interesse o la riserva obbligatoria¹²² – un esempio di questo tipo ci è offerto dalle rigide regole imposte dagli accordi di Basilea II e III.

Nella pratica, esse determinano il tasso di interesse prendendo in considerazione le garanzie richieste ai mutuatari e in corrispondenza del livello in

¹²⁰V. *supra*..

¹²¹*Credit crunch*, consultabile all'indirizzo <http://www.pmi.it/tag/credit-crunch>

¹²²*Idem*, consultabile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/C/Credit-crunch.shtml?uuid=ddfd09c6-5804-11dd-93cb-a54c5cfd900DocRulesView=Libero>

cui ritengono verrebbe massimizzato il profitto dell'operazione, al netto dei crediti inesigibili per cattiva gestione dei debitori¹²³.

2.2.1 Criticità legate all'eccessivo indebitamento delle PMI

Abbiamo già osservato come il sistema produttivo italiano sia caratterizzato da un elevatissimo numero di PMI: in tutta l'Europa esse rappresentano il 99.8% delle imprese, di cui il 91.2% è rappresentato da microimprese. Esse costituiscono il motore dell'economia europea, e il loro contributo alla crescita e all'occupazione è indispensabile: basti pensare che consentono l'impiego di 75 milioni di persone, e il 55% della ricchezza europea dipende da esse¹²⁴.

Nella storia dell'UE si sono susseguite differenti definizioni di PMI e microimprese, che trovano peraltro differenti specificazioni all'interno dei singoli ordinamenti degli stati membri.

Una prima definizione è stata adottata con la Raccomandazione della Commissione 96/280/CE, poi sostituita nel 2003 dalla Raccomandazione 2003/361/CE a fronte degli sviluppi economici intercorsi in questo lasso di tempo.

Tale nuova definizione è entrata in vigore il 1° Gennaio 2005, e si è applicata a tutte le politiche, programmi e misure assunti dalla Commissione a favore delle PMI. Affinché un'impresa possa essere considerata PMI, è necessario

¹²³ Schema teorico formalizzato da Stiglitz e Weiss (1981) *Imperfezioni nel mercato del credito*, Università degli Studi di Bari.

¹²⁴ Renda A., Luchetta G., *L'Europa e le Piccole e Medie Imprese*, Dipartimento Politiche europee, Presidenza del Consiglio dei Ministri.

che rispetti tre indici in termini di effettivi, fatturato annuo, totale di bilancio annuo.

Il rispetto del primo criterio è obbligatorio, mentre gli altri due sono meramente facoltativi. Ciò perché il fatturato delle imprese commerciali e di distribuzione è per sua natura più elevato di quello manifatturiero; in questo modo si garantisce che le PMI che operano in diversi settori siano trattate equamente (salvo per le imprese che operano nei settori regolati dal diritto della concorrenza, per le quali è previsto il rispetto dei criteri finanziari).

In particolare, le soglie sono previste all'art 2 dell'allegato II alla raccomandazione della Commissione europea del 6 Maggio 2003, come si seguito descritto:

CATEGORI A D'IMPRESA	EFFETTIVI : unità lavorative - anno (ULA)	FATTURAT O ANNUO	TOTALE DI BILANCIO ATTIVO
MEDIE	< 250	50 milioni di Euro	43 milioni di Euro
PICCOLE	< 50	10 milioni di Euro	10 milioni di Euro
MICRO	< 10	2 milioni di Euro	2 milioni di Euro

Tabella 1. Per quanto riguarda gli effettivi, si intende il personale impiegato a tempo pieno, parziale o su base stagionale, e comprende: i dipendenti, persone che lavorano per l'impresa, proprietari-gestori, soci che svolgono un'attività regolare e fruiscono di benefici finanziari. Non rientrano in questa definizione i titolari di un contratto di apprendistato e gli studenti con un contratto di formazione. Il fatturato annuo si ottiene calcolando il reddito che l'impresa ha ricavato durante l'anno di riferimento dalla vendita dei prodotti e dalla prestazione di servizi, al netto dei

pagamenti degli oneri; non comprende IVA o altre imposte indirette. Il bilancio generale annuo si riferisce al valore dei principali attivi della società.

Un'impresa non può essere considerata PMI se almeno il 25% del suo capitale o dei suoi diritti di voto è controllato direttamente o indirettamente da uno o più organismi collettivi pubblici o Enti pubblici. La diffusione delle PMI in Europa varia nel contesto europeo: nel Regno Unito esse rappresentano il 46% sul totale delle imprese, in Germania e in Francia il 39%, laddove in Italia all'81% dominando lo scenario imprenditoriale¹²⁵.

Secondo il Rapporto Annuale Istat¹²⁶, la struttura imprenditoriale nazionale si compone soprattutto di micro-imprese, con una spiccata specializzazione produttiva di stampo manifatturiero, qualificazione più elevata rispetto ad altri paesi UE.

I dati mostrano che, mediamente, le imprese italiane sono meno competitive a livello europeo presentando livelli di valore aggiunto – l'apporto che ciascuna unità economica fornisce alla formazione del PIL¹²⁷ – e sul fatturato decisamente inferiori. In particolare, ad ottenere i risultati peggiori sono le micro-imprese e le PMI che mostrano eccessivi livelli di indebitamento a breve termine e scarsa liquidità.

Conseguentemente, le PMI, soprattutto nella fase di “start-up” (ossia nella fase di avvio dell'attività), hanno forti difficoltà di accesso al credito, non essendo

¹²⁵ *Le banche e il loro ruolo nella crisi*, cit. nota 95.

¹²⁶ Rapporto annuale 2015, ventitreesima edizione.

¹²⁷ *Valore aggiunto*, Dizionario di Economia e Finanza, 2012, consultabile all'indirizzo [http://www.treccani.it/enciclopedia/valore-aggiunto_\(Dizionario_di_Economia_e_Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/valore-aggiunto_(Dizionario_di_Economia_e_Finanza)/)

grado di fornire le garanzie richieste dai finanziatori tradizionali. Tale limitatezza di risorse riduce l'apertura alle nuove tecnologie e quindi all'innovazione¹²⁸.

Al riguardo, secondo l'ultimo Rapporto della Commissione Europea, datato 2015, l'Italia sarebbe in ritardo nel campo dell'innovazione; nella relazione è infatti qualificata come “innovatore moderato” insieme ad alcuni stati dell'Est europeo, Spagna e Portogallo, al terzo posto dopo i “Paesi leader nell'innovazione” – Danimarca, Finlandia, Germania, Svizzera – i “Paesi che tengono il passo” – Austria, Belgio, Francia, Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi, Slovenia, Regno Unito – e subito prima dei “Paesi in ritardo” – Bulgaria, Lettonia, Romania¹²⁹.

Inoltre, recenti studi¹³⁰ hanno rilevato come la situazione finanziaria delle imprese sia peggiorata a fronte dell'avvento della crisi finanziaria e l'inasprirsi degli oneri fiscali. In particolare tale ultimo fattore combinato alla perdita di valore di mercato subita a livello patrimoniale, ha comportato un aumento della leva finanziaria negativa¹³¹. Abbiamo accennato già in precedenza alla leva finanziaria, quando abbiamo trattato gli accordi di Basilea. Approfondiamo la tematica.

La leva finanziaria si definisce anche come rapporto di indebitamento, poiché indica l'incidenza del debito sul totale passivo (debito più mezzi propri), e

¹²⁸ “*La nuova definizione di PMI*”, Pubblicazioni della Direzione Generale per le imprese e l'industria, consultabile all'indirizzo [file:///C:/Users/Amministratore/Downloads/Guida%20utente%20La%20nuova%20definizione%20MPMI%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Amministratore/Downloads/Guida%20utente%20La%20nuova%20definizione%20MPMI%20(1).pdf)

¹²⁹ *Quadro di valutazione dell'Unione dell'innovazione 2015*, Commissione Europea, Bollettino UE n. 79, Giugno 2015.

¹³⁰ Relazione annuale della Banca d'Italia, presentata all'Assemblea Ordinaria dei Partecipanti, anno 2011, Roma, 31 Maggio 2012, consultabile all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2011/re111_totale.pdf

¹³¹ Antonio Ricciardi, “*La gestione finanziaria delle PMI: criticità e possibili soluzioni*”, n. 1/2009, pp 43-48 Amministrazione&Finanza.

quindi la convenienza dell'utilizzo del debito per migliorare la redditività netta dei mezzi propri di un'impresa, grazie all'effetto fiscale favorevole della deducibilità degli interessi passivi dal reddito imponibile¹³². Ciò consente all'impresa di definire il *mix* ottimale tra fonti interne (capitale proprio) ed esterne (capitale di debito) di finanziamento.

Il ricorso all'indebitamento conviene per molteplici motivi: innanzitutto chi sottoscrive quote obbligazionarie non acquisisce lo *status* di socio, cosa che consente di mantenere stabili gli assetti proprietari e quindi il controllo societario; ai creditori viene corrisposta una quota di rendimento, l'interesse, che è minore di quella spettante ai soci, i quali sono soddisfatti in subordine e solo eventualmente (e quindi spetta loro una somma maggiore, che si traduce in un maggior costo del capitale proprio); tali interessi costituiscono un costo per l'impresa, che può dedurre in qualità di oneri passivi dal reddito imponibile, generando un risparmio fiscale; dal punto di vista finanziario, nel momento in cui il rendimento del capitale investito nell'impresa – ROI – è maggiore del costo sopportato per ottenere capitali da terzi – I – si ha un effetto leva positivo, con conseguenziale effetto moltiplicatore positivo sul ROE – redditività del capitale proprio¹³³; la convenienza per l'impresa viene meno quando il ROI è inferiore al costo sopportato per l'indebitamento, ottenendo così un effetto moltiplicatore negativo

¹³² *Leva finanziaria*, consultabile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Leva%20Finanziaria>

¹³³ Il costo del debito è minore rispetto alla redditività dell'investimento finanziato ricorrendo al debito stesso.

sul ROE¹³⁴; l'effetto leva è nullo quando il ROI è pari al costo sopportato per l'indebitamento¹³⁵.

Inoltre, ciò che spinge gli imprenditori a ricorrere all'indebitamento sono le misure fiscali – citate in precedenza – previste *ex art.* 96 T.U.I.R. (Testo Unico delle Imposte sui Redditi, Legge n. 917/1986) per i soggetti IRES (Imposta sul Reddito delle Società) – il cosiddetto effetto “paratasse”¹³⁶:

-)] deducibilità degli interessi passivi e oneri assimilati fino a concorrenza degli interessi attivi e proventi assimilati;
-)] deducibilità dell'eccedenza nel limite del 30% del Reddito Operativo Lordo (ROL) – differenza tra valore e costi della produzione del conto economico;
-)] la possibilità di scomputare le quote non dedotte in un esercizio nei periodi di imposta successivi nei limiti in cui il 30% del ROL sia superiore all'ammontare degli oneri finanziari netti¹³⁷;
-)] un'ulteriore agevolazione, chiamata ACE – aiuto alla crescita economica – che consente di dedurre dal reddito complessivo netto dichiarato un importo corrispondente al “rendimento nozionale del nuovo capitale proprio”, rendimento fissato al 3% per i primi tre periodi d'imposta¹³⁸

¹³⁴ Il costo del debito è superiore rispetto alla redditività dell'investimento finanziato ricorrendo all'indebitamento.

¹³⁵ Silvia Tommaso, *Fonti di finanziamento: l'effetto positivo della leva finanziaria*, Finanza&Credito, n. 3/2011, pp. 31-36.

¹³⁶ Raffaele Marcello, *Gli effetti dell'indeducibilità degli interessi passivi sulla redditività aziendale*, Redditi d'Impresa, Corriere Tributario n. 6/2009, pp 440-447.

¹³⁷ V. *supra*..

¹³⁸ Si tratta di una riduzione dell'imposizione dei redditi derivanti dal finanziamento con capitale di rischio. ciò consente di ridurre lo squilibrio fiscale tra le imprese che si finanziano con capitale proprio e le imprese che ricorrono al capitale di debito; *Ace: l'aiuto alla crescita economica*, consultabile all'indirizzo www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/ace-193.htm

Bisogna tuttavia tener conto di altri fattori:

-) un aumento dell'indebitamento causa una compressione dell'utile netto – si appesantisce il CE – conto economico – in presenza di consistenti oneri finanziari;
-) si devono valutare gli effetti sul rischio finanziario dell'impresa – in termini di insolvenza (incapacità di far fronte ai propri impegni finanziari nei tempi e nelle dimensioni stabiliti) e di illiquidità (il rischio di non riuscire a coprire le uscite monetarie con le relative entrate) – che rendono difficile il perseguimento della gestione aziendale in condizioni di equilibrio economico, finanziario e monetario;
-) il vantaggio fiscale può essere annullato, o rimandato nel tempo, in presenza di ingenti debiti, da un'eventuale chiusura in perdita dell'esercizio¹³⁹.

L'effetto leva deve essere quindi valutato sotto due diversi punti di vista: economico – per cui l'aumento dell'indebitamento, a condizione di $ROI > I$, svolge un ruolo moltiplicativo del ROE; finanziario – un maggior indebitamento determina un rischio finanziario più elevato, derivante dal peso più alto assunto dal capitale di terzi rispetto al capitale proprio; inoltre il maggiore indebitamento genera un rischio più elevato, quindi aumentano gli oneri finanziari richiesti dai finanziatori, incremento questo che incide direttamente sul ROE¹⁴⁰.

¹³⁹ Valentino Vecchi, *Il funzionamento della "leva finanziaria"*, Università di Napoli, Economia e Gestione delle Imprese, consultabile all'indirizzo <http://www.federica.unina.it/economia/economia-e-gestione-delle-imprese/leva-finanziaria/>

¹⁴⁰ Giacinto Cenerini, *Analisi di bilancio*, Università degli Studi di Urbino "Carlo Bo", consultabile all'indirizzo

Il giurista italiano, nonché ex giudice costituzionale, Valerio Onida, riferisce il suo parere riguardo alle PMI: *“esse sono sottocapitalizzate, essendo troppo dipendenti dal debito bancario a breve, riluttanti ad aprire quote di proprietà ad investitori esterni per timore di perdere il pieno controllo strategico ed operativo, diffidenti nei confronti dei mercati finanziari e nei vincoli di trasparenza del bilancio imposti dalle regole degli investitori istituzionali”*¹⁴¹.

Quello della sottocapitalizzazione è un problema endemico delle PMI, le quali non presentano un adeguato capitale di rischio rispetto all’indebitamento verso i terzi, soprattutto banche.

E abbiamo appena esaminato come un forte indebitamento possa avere conseguenze negative sulla struttura finanziaria di un’impresa, anche in considerazione del fatto che una società con carenza di mezzi propri incontra difficilmente la disponibilità di terzi a concedere credito, essendo il limitato capitale sociale un indice di scarsa affidabilità.

Un altro elemento da prendere in considerazione è rappresentato dai “costi di fallimento” cui l’impresa va incontro quando non può più mantenere gli impegni assunti nei confronti dei creditori o quando l’eccessiva esposizione debitoria mette a rischio la sua reputazione, alterando i rapporti con i mercati di collocamento e fornitura.

L’indebitamento può infatti essere considerato eccessivo qualora sia incompatibile con le esigenze di sicurezza dei finanziatori, che sono indotti a rivedere le condizioni contrattuali in termini peggiorativi per l’impresa, generando oneri che andrebbero a contrapporsi al vantaggio fiscale legato al debito – di cui

http://www.econ.uniurb.it/materiale/4045_ANALISI%20DI%20BILANCIO%20-%20PARTE%20I.pdf

¹⁴¹ Valerio Onida, 2014.

abbiamo parlato in precedenza – determinando un effetto negativo sul valore dell’impresa.

È anche vero che l’entità del danno e la sua relativa probabilità sono di difficile misurazione, non potendoci basare unicamente sui dati contabili di bilancio, poiché bisogna effettuare valutazioni strategiche, legate alle caratteristiche dell’impresa.

È questa la conclusione della cosiddetta “teoria del *trade-off*”¹⁴², relativa alla determinazione della struttura finanziaria ottimale in termini di rapporto di indebitamento, in base alla ponderazione del vantaggio fiscale con i costi indiretti associati al debito¹⁴³.

Stante la necessità di ricevere finanziamenti, l’imprenditore ricorre comunemente al canale bancario, ma essendo elevati i rischi dell’operazione, gli istituti di credito irrigidiscono i requisiti richiesti per concedere un finanziamento, pretendendo garanzie cui le PMI non sono in grado di far fronte, considerate le ridotte dimensioni, oppure applicando tassi di interesse molto elevati¹⁴⁴. Tutto ciò si ripercuote sull’indipendenza delle imprese, che possono più facilmente essere oggetto di acquisizioni da parte di gruppi italiani o stranieri, sulla propensione agli investimenti finalizzati all’innovazione, sullo sviluppo produttivo del mercato¹⁴⁵.

¹⁴² Per *trade-off* si intende una situazione che implica perdita o guadagno di qualcosa per ottenere in cambio qualcos’altro, consultabile all’indirizzo [http://www.treccani.it/enciclopedia/trade-off_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/trade-off_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

¹⁴³ Marco Ziliotti, Pier Luigi Marchini, *Crisi d’impresa, Analisi economica e modelli di regolazione*, FrancoAngeli, I edizione 2014.

¹⁴⁴ Con Basilea 2 è stata introdotta una soglia massima di esposizione, pari ad 1 milione di Euro, di un istituto di credito nei confronti di una singola PMI, superata la quale si applicano parametri più rigorosi di capitalizzazione.

¹⁴⁵ Giancarlo Cervino, *Sottocapitalizzazione delle imprese italiane*, consultabile all’indirizzo <http://www.tlas.eu/2012/12/sottocapitalizzazione-delle-imprese.html>

Ultimo elemento da esaminare è la refrattarietà delle PMI alla quotazione in borsa. Il costo di quest'ultima è molto elevato, come anche il rischio di liquidità legato alla dimensione del flottante.

A fronte di tale difficoltà, con l'Avviso n. 1951/2012, a partire dal 1° Marzo 2012 è stato creato un mercato regolamentato da Borsa Italiana dedicato alle PMI – AIM Italia, Mercato Alternativo del Capitale, derivante dall'unione di AIM Italia e MAC – con un elevato potenziale di crescita¹⁴⁶, caratterizzato da un notevole grado di semplificazione in quanto non sono previsti requisiti minimi in termini di capitalizzazione, di risultati economico-finanziari, di “corporate governance”, sufficiente una soglia minima del 10% di flottante. In seguito all'avvenuta quotazione, la società deve fornire l'informativa necessaria tramite pubblicazione del bilancio, della relazione semestrale, e delle informazione “price-sensitive” che possono influire sull'andamento del titolo.

Le società sono inoltre assistite dal “*Nominated Advisor (Nomad)*”, un consulente per gli adempimenti collegati alla quotazione in Borsa, che assicura la trasparenza informativa agli investitori.

I vantaggi per le PMI sono significativi: possono raccogliere capitali per la realizzazione dei propri progetti, diversificare le proprie fonti di finanziamento, allargando la compagine azionaria, slegarsi dal sistema creditizio, avere maggiore visibilità con i clienti e i fornitori.

Nonostante tali benefici, le PMI quotate rappresentano ancora un'esigua minoranza in quanto pochi imprenditori accettano di assoggettarsi ad una disciplina più complessa e che prevede un sistema di controlli più stringente

¹⁴⁶ Brochure di AIM Italia – Mercato alternativo del capitale, consultabile su www.borsaitaliana.it

nonché un elevato grado di trasparenza circa le strategie e decisioni aziendali e di bilancio.

Nella presente trattazione ci occuperemo delle PMI non quotate in Borsa, le destinatarie dei decreti emanati dal Governo Monti – Decreto Sviluppo e Decreto Sviluppo bis – ed entrati in vigore nel 2012, che introducono innovazioni molto significative nell’ambito della finanza d’impresa, riguardante particolarmente la disciplina delle cambiali finanziarie, delle obbligazioni *et similia*.

Obiettivo di tali interventi è stata la rimozione degli ostacoli all’accesso al mercato dei capitali da parte degli emittenti esclusi. Tali interventi non riguardano le banche e le microimprese.

2.3 Investitori istituzionali

Nel panorama imprenditoriale possiamo trovare vari tipi di investitori, occorre quindi distinguerli in base alle loro caratteristiche. Sono tre gli elementi da prendere in considerazione: la tolleranza al rischio, gli obiettivi di investimento, l’orizzonte temporale. Per quanto concerne il primo punto, intendiamo per rischio la possibilità che l’operazione non abbia i risultati sperati. L’investitore deve quindi intraprendere iniziative di cui è capace di sopportare il rischio, esaminando diversi scenari, in particolar modo il peggiore tra i possibili, domandandosi se sia in grado di portare avanti l’investimento nonostante la perdita.

Ai diversi livelli di rischio corrispondono differenti strumenti finanziari, ad esempio i certificati di deposito e le obbligazioni di breve periodo sono adatti ad investitori con una bassa tolleranza al rischio, viceversa i portafogli a crescita aggressiva, di titoli di piccole imprese e di mercati emergenti sono adeguati a tolleranze più alte¹⁴⁷.

Per quanto riguarda gli obiettivi di investimento, è necessario definirli attentamente, poiché da questi dipendono l'orizzonte temporale, le aspettative di rendimento e la propensione al rischio.

Per orizzonte temporale si intende il periodo durante il quale il soggetto investe le proprie ricchezze, rinunciando quindi a tali disponibilità, per conseguire un rendimento adeguato agli obiettivi prefissati. Tale lasso temporale può dipendere da molte variabili: esigenze di breve o lungo periodo, oppure l'età del risparmiatore.

Generalmente gli investimenti di breve periodo sono caratterizzati da un basso livello di rischio, poiché tendono soprattutto alla conservazione del capitale, mentre quelli di lungo periodo sono collegati ad un rischio più elevato, poiché l'obiettivo è accrescere le proprie disponibilità di partenza.

Occorre sempre tener presente l'effetto forbice, ossia la possibilità di guadagno è direttamente proporzionale al rischio dell'investimento, potendo il profitto trasformarsi in una perdita parimenti rilevante.

Infine le aspettative di rendimento devono essere realistiche: ad esempio in una fase di mercato crescente si deve essere consapevoli del possibile andamento avverso.

¹⁴⁷ Marco Delugan, *“Il profilo dell'investitore e la tolleranza al rischio”*, consultabile all'indirizzo <http://www.soldionline.it/guide/basi-investimento/il-profilo-dell-investitore-e-la-tolleranza-al-rischio>

Nella Direttiva MiFID¹⁴⁸ viene delineata una tripartizione della clientela, distinguendola in: clienti al dettaglio (*retail*), clienti professionali (*professionalclients*) e controparti qualificate (*eligiblecounterparties*). Questa suddivisione è stata effettuata per adottare livelli di protezione diversi, a seconda di ciascuna categoria, nel rispetto delle differenti esigenze di tutela¹⁴⁹.

I clienti professionali sono soggetti in possesso di esperienza, conoscenze e competenza necessaria per assumere decisioni riguardanti gli investimenti autonomamente, nonché per valutare correttamente i rischi cui incorrono; si distinguono in pubblici e privati¹⁵⁰ - tra cui vi sono quelli di diritto o su richiesta.

Le controparti qualificate¹⁵¹ costituiscono una sottocategoria dei clienti professionali, ai quali vengono prestati servizi di esecuzione di ordini e/o negoziazione per conto proprio e/o ricezione e trasmissione di ordini¹⁵².

I clienti al dettaglio costituiscono una categoria residuale e sono tutti quei soggetti privi di specifiche competenze professionali, essenziali per effettuare consapevolmente i propri investimenti.

L'esigenza di tutela per questi soggetti è massima, il che significa che gli intermediari devono assolvere ad obblighi informativi riguardanti il profilo di rischio del cliente, i servizi prestati, la durata dell'investimento, l'adeguatezza

¹⁴⁸ MIFID: acronimo di Markets in Financial Instrument Directive, Direttiva UE 2004/39/CE.

¹⁴⁹ Stefano Masullo, "*Mifid e nuova classificazione della clientela*", consultabile all'indirizzo http://www.assoconsulenza.eu/Resources/MIFID_E_%20CLASSIFICAZIONE_DE.pdf

¹⁵⁰ Art. 6, comma 2 quinquies TUF: le banche, le SIM e imprese di investimento, altri Istituti Finanziari autorizzati o regolamentati, le assicurazioni, gli OICR, le SGR, i fondi pensione e le società che li gestiscono, negoziatori per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci, soggetti che svolgono esclusivamente negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e aderiscono indirettamente al sistema di liquidazione e di compensazione e garanzia, altri investitori istituzionali, gli agenti di cambio.

¹⁵¹ Vedi "Considerando 40" Direttiva MIFID

¹⁵² Foschini M. *Il diritto del mercato finanziario*, cit. nota 15.

dell'operazione agli obiettivi prefissati, alla capacità finanziaria, alle conoscenze ed esperienze del cliente.

Nei confronti delle altre categorie di clienti, le esigenze di tutela sono estremamente ridotte, stante l'obbligo dell'intermediario di comunicare la classificazione e il trattamento che ne deriva, salvo diverso accordo¹⁵³.

Nel sistema finanziario italiano, un ruolo sempre più importante è rivestito dagli investitori istituzionali, soggetti che continuativamente e professionalmente, prestano la loro intermediazione per conto di terzi, per effettuare investimenti. Sono tali: le SIM, le banche, gli agenti di cambio, le SGR, le SICAV, i fondi pensione, le imprese di assicurazione, le società finanziarie capogruppo di gruppi bancari., le fondazioni bancarie, le persone fisiche e giuridiche e gli altri enti in possesso di competenze specifiche per effettuare operazioni in strumenti finanziari¹⁵⁴.

La presenza di questi investitori è fondamentale per le PMI, in quanto in essi le imprese possono trovare canali di finanziamento alternativi a quello bancario, cui accedere più facilmente, e senza integrare i requisiti stringenti richiesti attualmente.

Inoltre tali soggetti non sostengono solo finanziariamente l'impresa, ma le conferiscono un vantaggio in termini di *know-how* manageriale, consistente in contatti, esperienze e competenze che può offrire solo una struttura con vasta esperienza.

¹⁵³ Stefano Masullo, *Mifid*, cit. nota 149.

¹⁵⁴ Laura Ziani, *Investitore istituzionale*, consultabile all'indirizzo [http://www.treccani.it/enciclopedia/investitore-istituzionale_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/investitore-istituzionale_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

Le modalità di intervento messe in atto da questi intermediari possono essere ricondotte a due diversi approcci: quello classico, secondo cui si finanzia l'idea imprenditoriale e l'avvio della nuova impresa, e uno innovativo, che concerne il sostegno dell'avvio, dello sviluppo e del cambiamento di una società¹⁵⁵ – alla prima categoria sono riconducibili operazioni di *venture capital*, a sostegno di imprenditori che ricercano non solo risorse finanziarie, ma soprattutto conoscenze ed esperienze necessarie per avviare l'impresa; le altre due categorie prevedono operazioni di *private equity*, per sostenere lo sviluppo dell'attività (che può avvenire per via interna, mediante acquisizioni, o per canali esterni tramite *network*) ed eventuali cambiamenti nell'assetto proprietario (ad esempio la quotazione in Borsa o la successione generazionale); in questo modo l'investitore contribuisce ad accrescere positivamente la reputazione dell'impresa, e quindi la credibilità dell'operazione di fronte ad altri potenziali investitori esterni¹⁵⁶.

Gli intermediari più adeguati a creare nuove possibilità e scenari per le PMI sono rappresentati dai fondi pensione, i fondi chiusi e le società di *venture capital*¹⁵⁷ – capitale di rischio impiegato per finanziare l'avvio o la crescita di un'attività in settori ad elevato potenziale di sviluppo¹⁵⁸. Grazie al loro contributo

¹⁵⁵ Gandolfo Dominici, *Il ruolo degli investitori istituzionali nella formazione del capitale di rischio delle PMI*, consultabile all'indirizzo https://www.researchgate.net/publication/215912341_Il_ruolo_degli_investitori_istituzionali_nella_formazione_del_capitale_di_rischio_delle_piccole_e_medie_impresa%28The_role_of_institutional_investors_for_the_formation_of_equity_capital_in_SME%29

¹⁵⁶ V. *supra*.

¹⁵⁷ Secondo un approccio americano costituisce un sotto-insieme del *private equity*, ossia un'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate per valorizzarle, per un periodo di media-lunga durata; secondo l'approccio europeo, esso è complementare al *private equity*. (Molino S., *L'attività di venture capital: dalla strategia all'execution*)

¹⁵⁸ Stefano Molino, *L'attività di venture capital: dalla strategia all'execution*, consultabile all'indirizzo http://www.unifg.it/sites/default/files/allegatiparagrafo/04-07-2013/ilo2_ws26_10_2010_molino.pdf

si potrebbe attuare il passaggio dalla tradizionale via finanziaria allo sviluppo alla via del capitale di rischio allo sviluppo.

Viene definito investimento istituzionale in capitale di rischio “*l’apporto di risorse finanziarie, da parte di operatori specializzati, sotto forma di partecipazione in capitale azionario o di sottoscrizione di titoli obbligazionari convertibili, per un arco temporale medio – lungo, in aziende che hanno un progetto di potenziale sviluppo*”¹⁵⁹.

Tra tutti, i fondi pensione sono i più idonei a trasferire il risparmio delle famiglie (in Italia tra il più alto in tutta l’Europa) verso il capitale di rischio, ma nonostante ciò, essi investono poco in questo senso, non avendo le competenze necessarie per selezionare gli investimenti reali.

Il risparmio raccolto dai fondi pensione è di tipo previdenziale-contrattuale, ossia liquidità accantonata per consentire ai lavoratori un reddito futuro grazie ad un processo di capitalizzazione: gli investitori, per il tramite dei fondi chiusi e delle società di *venture capital*, selezionano accuratamente gli investimenti in cui impiegare il denaro, privilegiando quelli a più alta produttività, creando così una maggiore efficienza allocativa ed informativa, arrecando benefici evidenti per la significatività dei prezzi e l’efficienza del mercato.

Il sostegno al sistema finanziario generato dallo sviluppo dei fondi pensione è riassumibile in questo modo:

-) diversificazione del portafoglio, più efficiente grazie alle ridotte asimmetrie informative;

¹⁵⁹ Rocco Corigliano, *Il venture capital*, 2001, Bancaria Editrice, Roma.

- J ridotto *turnover* di portafoglio¹⁶⁰;
- J interesse per le attività di *venture capital*;
- J contributo qualificato alla gestione delle imprese partecipate;
- J opportunità di effettuare investimenti a più alto rischio/rendimento;
- J scarso rischio di illiquidità grazie alla regolarità dei flussi di raccolta;
- J orizzonte di investimento medio – lungo¹⁶¹.

Tuttavia, in Italia, il peso dei fondi pensione è ancora esiguo, sia perché le pensioni pubbliche costituiscono la principale forma di previdenza, sia perché le riforme che hanno interessato questo tipo di settore avranno effetti nel lungo periodo, e non vi è trasparenza al riguardo, sia perché le famiglie diffidano da forme complementari, non essendo in grado di valutare correttamente i rischi e i benefici.

Un ulteriore limite è rappresentato dall'eterogeneità della regolamentazione a livello europeo: non vi è adeguata armonizzazione tra le discipline dei vari Stati membri, e ciò si ripercuote sull'operatività transfrontaliera, sull'efficienza e la competitività del sistema¹⁶².

¹⁶⁰ Il *turnover* esprime la quota del portafoglio di un fondo pensione che nel periodo di riferimento è sostituita con altri titoli o forme di investimento. Un più alto *turnover* penalizza il fondo a causa dei maggiori costi di transazione. (Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione, protocollo 648, Roma, 17 Febbraio 2012, oggetto: *turnover di portafoglio. Regole di calcolo dell'indicatore*).

¹⁶¹ Stefano Molino *L'attività di venture capital*, cit. nota 158.

¹⁶² Gaetano Caputi, *Il finanziamento dell'economia reale e il ruolo dei fondi pensione*, Audizione del Direttore Generale CONSOB, Roma, 16 Aprile 2014, consultabile all'indirizzo http://www.consob.it/main/documenti/pubblicazioni/audizioni/Audizione_fondi_pensione_20140416.htm?nonewsearch=1

È in atto la revisione della disciplina di settore, incentrata sulla Direttiva IORP – *Institutions for Occupational Retirement Provision* – riforma che si inserisce nel più ampio contesto riguardante il risparmio gestito.

Le nuove iniziative sono contenute nella proposta di direttiva IORP 2, e mirano a favorire gli investimenti a lungo termine, nonché a rafforzare la capacità dei fondi pensionistici di operare in attività finanziarie con un profilo economico di lungo periodo, sostenendo così il finanziamento della crescita dell'economia reale.

Nel contesto italiano, la regolamentazione di settore ha un'impostazione prudenziale, basata sulla più ampia tutela del risparmio previdenziale, nell'interesse esclusivo degli aderenti; a ciò consegue l'imposizione di limiti quantitativi agli investimenti, approccio che il legislatore comunitario ha ribaltato, imponendo invece norme in materia di trasparenza e correttezza dei comportamenti, per evitare di incidere sulle scelte strategiche e gestionali degli intermediari, senza ledere l'interesse tutelato: tale impianto risulta essere più flessibile, soprattutto in vista delle continue innovazioni cui è sottoposto questo settore¹⁶³.

Innovazioni che si rendono necessarie, poiché il *funding* – finanziamento – obbligazionario alternativo a quello bancario è accessibile solo alle società quotate di maggiori dimensioni.

A favore delle PMI non quotate sono stati effettuati importanti interventi, sia a livello nazionale, sia europeo: si pensi alla pubblicazione di un *green paper* – libro verde – da parte della Commissione europea sul finanziamento a lungo

¹⁶³ V. *supra*.

termine, ad una proposta di regolamento sui fondi europei di investimento a lungo termine (*European Long-Term Investment Funds*, ELTIF), all'adozione di una comunicazione in tema di *crowdfunding* – raccolta collettiva e collaborativa di fondi¹⁶⁴ – e alla proposta di modifica della Direttiva IORP.

Sono inoltre stati adottati due regolamenti comunitari per facilitare la raccolta e l'investimento transfrontalieri da parte dei fondi pensione, affinché questi possano raggiungere una massa critica adeguata – il livello minimo di quota che un'impresa deve avere per garantirsi la probabilità di essere competitiva nel settore¹⁶⁵ – e per favorire il finanziamento di settori specifici, quali l'innovazione e le attività sociali.

Sul fronte nazionale, importanti interventi sono rappresentati dal Decreto Crescita¹⁶⁶, che modifica il TUF per consentire alle *start-up* la raccolta di capitali tramite portali *online* – *equity crowdfunding*; dal Decreto Sviluppo¹⁶⁷ e Destinazione Italia¹⁶⁸, che agevolano l'accesso a strumenti di debito per le PMI, sottoscrivibili unicamente da investitori istituzionali¹⁶⁹.

Un'altra importantissima attività esercitata da questi soggetti è il *privateplacement*¹⁷⁰, una modalità di finanziamento utilizzata soprattutto da imprese di medie dimensioni che, impossibilitate ad accedere al mercato obbligazionario pubblico, si rivolgono a questi investitori che dispongono di risorse finanziarie e competenze per valutare e gestire il rischio.

¹⁶⁴ *Crowdfunding*, consultabile all'indirizzo [http://www.treccani.it/vocabolario/crowdfunding_\(Neologismi\)/](http://www.treccani.it/vocabolario/crowdfunding_(Neologismi)/)

¹⁶⁵ Vittoria Villani, Carlo Borzacchini, Giovanni Loizzo, Chiara Cordiali, Giuseppe De Angelis, *La quota di mercato*, Università di Urbino, consultabile all'indirizzo http://www.econ.uniurb.it/materiale/6228_LA%20QUOTA%20DI%20MERCATO.pdf

¹⁶⁶ D.L. 83/2015.

¹⁶⁷ D.L. 83/2012.

¹⁶⁸ D.L. 145/2013.

¹⁶⁹ *La quota di mercato*, cit. nota 165.

¹⁷⁰ Espressione usata per indicare sia l'attività di collocamento sia il contratto stesso

È quindi uno strumento di finanziamento “intermedio” tra il prestito bancario e l’offerta pubblica di obbligazioni, e pur non potendo sostituire il credito bancario, per le sue dimensioni più contenute, consente alle imprese di finanziare investimenti di lungo periodo e di sviluppare il mercato obbligazionario pubblico.

Questa alternativa si è sviluppata principalmente nei paesi anglosassoni, favorita soprattutto dalla presenza di una grande industria del risparmio, mentre in Europa si sta diffondendo da poco, e con caratteristiche eterogenee a seconda dei Paesi.

Un ostacolo al suo sviluppo è rappresentato dalle dimensioni ridotte degli intermediari non bancari, dalla asimmetria informativa che caratterizza le piccole e medie imprese, e soprattutto dalla limitata armonizzazione tra le normative e le prassi di mercato dei vari paesi.

A tal fine, la Commissione europea si è posta come obiettivo proprio quello di creare una *Capital Markets Union*¹⁷¹, un mercato dei capitali integrato nei 28 Stati dell’UE¹⁷². Ancora non esiste una definizione di *private placement*, ma dal confronto con la normativa statunitense¹⁷³ emerge che può essere considerato tale qualsiasi strumento di debito differente dal prestito bancario ed esente

¹⁷¹ Vedi le conclusioni dell’incontro del Consiglio di Dicembre 2014 e le Comunicazioni della Commissione di marzo 2013, marzo e novembre 2014

¹⁷² “Credo che dovremmo integrare le nuove regole europee per le banche con *Capital Markets Union*. Per migliorare il finanziamento della nostra economia, dobbiamo sviluppare ulteriormente ed integrare il mercato dei capitali. Ciò ridurrebbe il costo della raccolta di capitali, in particolare per le PMI, e contribuire a ridurre la nostra molto forte dipendenza dai finanziamenti della banca” Jean-Claude Juncker, Orientamenti politici per la prossima Commissione.

¹⁷³ Qui il *private placement* è qualsiasi titolo di debito non registrato presso la SEC (*Security Exchange Commission*) perché non oggetto di offerta pubblica di collocamento.

dall'obbligo di prospetto informativo imposto dalla direttiva comunitaria sui collocamenti pubblici¹⁷⁴.

Nella prassi di mercato, il *private placement* è il processo di collocamento di un strumento finanziario di debito attraverso un'offerta privata rivolta ad un gruppo ristretto di investitori qualificati, generalmente assicurazioni e fondi pensione; il collocamento è organizzato da un *arranger*, che cerca investitori e gestisce l'emissione, e il contratto può assumere la forma di prestito o di obbligazione, a medio o a lungo termine, non garantito e con un tasso di interesse fisso.

Il *private placement* presenta numerosi vantaggi rispetto all'obbligazione pubblica: minori costi di emissione, maggiore flessibilità nella determinazione dei *covenants*¹⁷⁵ del contratto, volumi inferiori di debito collocato per singola emissione, minore liquidità dei titoli, minori asimmetrie informative tra investitori ed imprese. Rispetto al prestito bancario il *private placement* presenta maggiori costi di emissione ma permette finanziamenti di maggiori dimensioni.

Nella zona Euro la domanda di *private placement* non è particolarmente sviluppata, per questo molte imprese si rivolgono al mercato statunitense, accettando però costi più elevati.

Ciò accade perché gli *arrangers* internazionali non conoscono le imprese europee, gli investitori richiedono rendimenti più elevati per compensare le asimmetrie informative e le operazioni in valuta estera comportano rischi di scambio.

¹⁷⁴ L'Art. 3 comma 2a della *Prospectus Directive* prevede tale esenzione quando l'offerta è fatta solo ad investitori qualificati.

¹⁷⁵ Rappresenta una clausola del contratto di debito che tutela i creditori dagli eventuali danni derivanti dalla gestione dell'azienda.

È pur vero che anche nei paesi in cui tale mercato è più sviluppato, presenta comunque dimensioni più ridotte rispetto alle altre piattaforme di investimento, essendo esso rivolto ad una porzione ristretta di imprese e di investitori.

La sua funzione è infatti di sostenere le imprese medio piccole, che presentano solidi progetti di investimento, nella crescita per poter poi accedere al mercato pubblico.

In Italia la domanda di strumenti di *private placement* risente del circoscritto sviluppo dell'industria del risparmio gestito, soprattutto relativamente al settore assicurativo e previdenziale, ma anche dello scarso interesse degli investitori in strumenti di investimento non tradizionali.

Ciò accade perché questi operatori non sono in grado di valutare e gestire gli elevati rischi associati ad investimenti scarsamente liquidi.

Elementi che favoriscono il miglioramento di questa situazione potrebbero essere rappresentati dalla crescita dimensionale degli intermediari non bancari, o che questi avviino una collaborazione oppure creino fondi specializzati in cui associare parte delle proprie risorse finanziarie.

A livello europeo sono state intraprese molte iniziative, sia pubbliche sia private, per promuovere la standardizzazione della documentazione e la creazione di un ambiente regolamentare armonizzato, per superare i particolarismi nazionali che comportano una moltiplicazione dei costi fissi di adeguamento e di definizione del contratto.

Un obiettivo perseguibile con la nuova normativa è l'adeguatezza dei requisiti di capitale e degli standard contabili, ma l'assenza di una

documentazione unitaria costituisce uno dei primi freni allo sviluppo di questo mercato¹⁷⁶.

3. Recenti interventi legislativi a favore delle PMI

Considerata la situazione di crisi attuale, che ha generato una notevole carenza di liquidità, di cui risentono soprattutto le PMI, e preso atto della notevolissima importanza di questo tipo di impresa, i legislatori europeo e nazionale hanno deciso di intervenire per eliminare gli ostacoli alla crescita e allo sviluppo di questa realtà così peculiare.

In seguito alla consultazione sullo *Small Business Act* per l'Europa (2008)¹⁷⁷ – documento contenente linee guida per la promozione della competitività delle PMI - sono state individuate con chiarezza le maggiori difficoltà da fronteggiare per le PMI: gli oneri amministrativi generati dalla legislazione, la difficoltà di accesso ai finanziamenti, la fiscalità, la difficoltà ad individuare e attrarre profili professionali, capacità adeguate sul mercato del lavoro, e l'accesso alle gare d'appalto.

Tra questi, il problema più importante concernente l'Italia è rappresentato proprio dall'accesso ai finanziamenti, mentre le altre criticità sono state evidenziate negli altri paesi europei (per esempio, il Regno Unito ritiene più stringente il problema degli oneri amministrativi).

¹⁷⁶ Nicola Branzoli, Giovanni Guazzarotti, “*Il mercato dei private placement per il finanziamento delle imprese*”, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 262, Marzo 2015, consultabile all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2015-0262/QEF_262.pdf

¹⁷⁷ *The Small Business Act for Europe*, consultabile all'indirizzo <http://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly-environment/small-business-act/>

Per quello che riguarda la nostra disamina, è doveroso prendere in considerazione il già citato *Small Business Act*, un documento per promuovere una nuova prospettiva di creazione di politiche, incentrata sul principio del *Think small first*¹⁷⁸ – pensare anzitutto in piccolo. Sono identificati dieci principi a cui deve essere ispirata l'azione politico – legislativa dell'UE per favorire le PMI:

- J creare un contesto stimolante per gli imprenditori, affinché l'attività imprenditoriale possa prosperare;
- J concedere agli imprenditori che hanno sperimentato l'insolvenza una seconda possibilità in tempi rapidi;
- J tenere in considerazione le esigenze delle PMI durante il processo legislativo e semplificare il quadro regolamentare per ridurre gli oneri gravanti sulle imprese;
- J facilitare i rapporti tra pubbliche amministrazioni e PMI;
- J agevolare la partecipazione delle PMI agli appalti pubblici e sfruttare meglio gli aiuti di Stato;
- J favorire l'accesso delle PMI al credito e promuovere un contesto giuridico ed economico che favorisca la puntualità delle transazioni commerciali;
- J aiutare le PMI a beneficiare delle opportunità offerte dal mercato unico (rendere meno onerosi i processi di standardizzazione);
- J promuovere l'aggiornamento delle competenze nelle PMI e ogni forma di innovazione;
- J consentire alle PMI di trasformare le sfide ambientali in opportunità;

¹⁷⁸ Espressione che riassume lo spirito con cui l'UE vuole rilanciare l'economia, a partire dalla tutela delle PMI.

) sostenere le PMI affinché sfruttino i vantaggi derivanti dalla crescita dei mercati¹⁷⁹.

L'Italia ha recepito la Comunicazione della Commissione europea tramite una Direttiva del Presidente del Consiglio dei Ministri (25 Giugno 2008). Sul fronte dei finanziamenti alle PMI, la Commissione: sovvenziona il Fondo Europeo per gli Investimenti, un “fondo di fondi” necessario per lo sviluppo del *venture capital* in Europa; promuove il mercato del *venture capital* con il principio del mutuo riconoscimento, senza peraltro che ciò si sia dimostrato sufficiente, dal momento che ciò impone agli operatori obblighi eccessivi; disciplina gli aiuti di Stato, favorendo l'intervento pubblico a sostegno dei *venture capital*, nonché valutando la legittimità di investimenti in cooperazione pubblico – privato, o che prevedono la gestione privata di capitali pubblici. Inoltre la Commissione, nell'ambito di una politica di coesione, ha dedicato due programmi all'accesso delle PMI al mercato dei capitali di rischio:

-) il programma *JEREMIE – Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises Initiative* – che consente alle PMI di accedere a strumenti di finanziamento altrimenti difficilmente reperibili sul mercato. Sono stati allocati quasi 3 miliardi di euro in tredici paesi, compresa l'Italia, ed essendo l'effetto leva massimo permesso di 1 a 10, questa erogazione può mobilitare fino a 30 miliardi di euro a favore delle PMI;
-) il programma *JASMINE – Joint Action to Support Micro – finance Institutions in Europe* – per lo sviluppo del micro-credito a favore di PMI e categorie disagiate.

¹⁷⁹ Andrea Renda, Giacomo Lucchetta, *L'Europa e le Piccole e Medie Imprese*, Dipartimento Politiche europee, Presidenza del Consiglio dei Ministri.

La gestione dei fondi stanziati, per il periodo 2007-2013, è demandata agli intermediari finanziari che operano a livello locale.

Per quanto riguarda gli interventi italiani, sono da segnalare il Fondo Italiano di Investimento, un progetto istituzionale in cui soci pubblici e privati si uniscono per perseguire obiettivi comuni:

-) favorire lo sviluppo del capitale di rischio, avvicinando le PMI al *private equity*;
-) orientare lo sviluppo del *private equity* al sostegno dell'imprenditore, favorendo operazioni a leva ridotta, che presentano minori rischi finanziari. In questo modo si incentivano tempi di uscita medio lunghi e si indirizza il mercato verso minori rendimenti attesi, per ridurre l'aggressività delle strategie dei finanziatori, inducendoli a dirigersi verso aziende già affermate, che offrono prospettive di crescita solide;
-) aumentare il livello delle PMI, puntando sulla patrimonializzazione, che consente maggiori possibilità di accesso al credito, di crescita e resistenza alle difficoltà.

Tale iniziativa prevede la costituzione di una SGR pubblico-privata per gestire un fondo comune di investimento mobiliare di tipo chiuso, a *sponsorship* pubblica, riservato ad investitori qualificati.

Nel Consiglio di Amministrazione siedono il Ministero dell'Economia e delle Finanze, l'Associazione Bancaria Italiana, Confindustria, la Cassa Depositi e Prestiti e tre banche private *sponsor* (Monte dei Paschi di Siena, Intesa San Paolo, Unicredit).

Non si tratta né di un fondo di *venture capital*, né per imprese in crisi o per la riqualificazione industriale, ed è principalmente destinato ad imprese di medie dimensioni, con un fatturato compreso tra 10 e 100 milioni di Euro – presentano tali caratteristiche circa quindicimila imprese italiane, di cui il 70% opera nel settore manifatturiero.

Il fondo potrà effettuare sia interventi diretti sia indiretti.

Tra gli strumenti che consentono la partecipazione diretta abbiamo l'acquisizione di una quota di minoranza del capitale sociale dell'impresa finanziata (investimento in *equity*) – acquisto che può avere ad oggetto non solo azioni ordinarie ma anche privilegiate, con limitazioni nel diritto di voto, per consentire alla PMI di mantenere la gestione dell'attività e quindi un più diretto controllo sull'amministrazione – il *mezzanine finance* – uno strumento ibrido composto da un debito subordinato, che presenta le caratteristiche di un normale prestito, e un *equity kicker*, ossia un'opzione per il fondo di diventare azionista della società all'avverarsi di determinate condizioni – i prestiti partecipativi, che permettono all'impresa di diversificare le fonti di finanziamento, ricapitalizzando gradualmente l'impresa – il pagamento degli interessi è legato alle *performance* dell'impresa, il rimborso delle quote di capitale compete principalmente ai soci, e sono in via subordinata alla società finanziata, e l'unica forma di garanzia è di tipo personale e di natura individuale o collettiva (generalmente fideiussioni solidali dei soci o di altri coobbligati).

Tra gli strumenti che consentono una partecipazione indiretta abbiamo: il coinvestimento, realizzato attraverso la stipulazione di accordi tra il fondo proponente ed altri fondi di *private equity*, con l'obiettivo di ridurre i costi fissi, e

l'investimento in altri fondi chiusi, tramite fornitura di *equity*, garanzie o prestiti ad intermediari finanziari accreditati¹⁸⁰. Ad oggi risultano impiegati circa 785 milioni di Euro¹⁸¹.

Un altro importantissimo strumento di intervento, finalizzato a garantire l'accesso al credito delle PMI, è rappresentato dal Fondo Centrale di Garanzia per le Piccole e Medie Imprese, che le sostiene tramite concessione di garanzie pubbliche a fronte di finanziamenti privati¹⁸².

È stato istituito con la L. n. 662/1996, ed è uno strumento di politica industriale del Ministero dello Sviluppo Economico.

È destinato alle micro, piccole e medie imprese non appartenenti ai “settori sensibili” – in cui si svolge un'attività capace di trasferire i suoi effetti su altri settori o sull'economia in generale¹⁸³ – purchè siano valutate “economicamente e finanziariamente sane”.

Tratteremo in modo più approfondito di questo strumento nel capitolo successivo.

Oltre a questi interventi, e alla raccolta di capitale di rischio, le PMI possono contare su strumenti di finanziamenti alternativi al canale bancario: le recenti riforme, concernenti l'emissione di cambiali finanziarie e obbligazioni, sono state

¹⁸⁰ Antonio Ricciardi, *Il fondo Italiano di Investimento*, n.5/2010, Amministrazione&Finanza, pp 61-66.

¹⁸¹ Ministero dell'Economia e delle Finanze, Fondo Italiano di Investimento, *I primi tre anni di attività*, Roma, 12 Febbraio 2014, consultabile all'indirizzo http://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/comunicati/2014/documenti/Sintesi_attivitx_FII_per_Conferenza_Stampa_def_x2x_-_Allegato_al_comunicato_n._38_del_12_febbraio_2014.pdf

¹⁸² Ministero dello Sviluppo Economico, *Investiamo sul rilancio dell'Italia, Fondo Centrale di Garanzia per le Pmi*, Osservatorio del Comitato di Gestione, Giugno 2011, consultabile all'indirizzo http://www.anica.it/online/news/seminario7giugno2011_Schede%20Fondo%20Centrale%20di%20Garanzia%20per%20le%20PMI.pdf

¹⁸³ Elena Monaci, *La struttura della vigilanza sul mercato finanziario*, 2007 Giuffrè Editore.

attuare per stimolare il ricorso a questo tipo di finanziamento e agli investitori istituzionali.

Stiamo parlando dell'art. 32 del D.L. 83/2012 – Decreto Sviluppo – già citato, successivamente modificato con la L. 134/2012; dell'art. 36 comma 3 del D.L. 179/2012 – Decreto Sviluppo *bis* – successivamente modificato dalla L. 221/2012; dell'art. 12 del D.L. 145/2013 – Decreto Destinazione Italia – che ha modificato la L. 130/1999, l'art. 46 TUB e l'art. 32 del Decreto Sviluppo *bis*.

L'obiettivo principale dei due Decreti Sviluppo è stato la rimozione degli ostacoli all'accesso al mercato dei capitali da parte di quegli emittenti che sono stati finora esclusi – le società non aventi titoli rappresentativi del capitale sociale negoziati in mercati regolamentati o meno e le PMI.

Le novità più importanti riguardano la modifica e l'integrazione della disciplina delle cambiali finanziarie, per rendere più appetibile il ricorso a tale strumento in qualità di finanziamento a breve e medio termine, nonché l'introduzione di una disciplina specifica per i *mini bonds* – obbligazioni e titoli similari di società non quotate – la modifica dell'art. 2412 comma 5 c.c. relativo ai limiti quantitativi all'emissione di obbligazioni ed infine la modifica del trattamento fiscale di questi strumenti¹⁸⁴.

Questi interventi tendono quindi a rimuovere ostacoli di natura societaria e tributaria che, fino ad ora, hanno penalizzato le società non quotate rispetto alle quotate e alle omologhe di altri Paesi europei.

¹⁸⁴ Claudia Golino, *Il mercato finanziario per le piccole e medie imprese tra difficoltà della crisi economica e nuove prospettive*, Università Telematica Internazionale Uninettuno, 6 Giugno 2014, consultabile all'indirizzo <http://docplayer.it/708130-Il-mercato-finanziario-per-le-piccole-e-medie-imprese-tra-difficolta-della-crisi-economica-e-nuove-prospettive-di-claudia-golino-6-giugno-2014.html>

Per quanto riguarda il Decreto Destinazione Italia, quest'ultimo ha la finalità di agevolare ulteriormente le imprese italiane nell'accesso a canali di finanziamento alternativi a quello bancario, tramite un più ampio e razionale uso delle cartolarizzazioni¹⁸⁵.

L'obiettivo centrale del legislatore è ridurre il banco-centrismo del nostro sistema, che, in questo periodo di crisi, ha evidenziato le sue debolezze soprattutto nei confronti delle PMI.

Migliorare le informazioni sulla situazione creditizia consente la realizzazione di un mercato di capitali efficiente e sostenibile per le PMI, le quali potrebbero quindi attrarre maggiori finanziamenti ed ampliare la base di investitori.

Particolare attenzione è rivolta agli investimenti a lungo termine, che consentono a chi riceve liquidità di realizzare il proprio piano imprenditoriale, e a chi fornisce il finanziamento di seguirne l'attuazione passo per passo, partecipando ai risultati¹⁸⁶.

Nel corso della trattazione analizzeremo nel dettaglio questi interventi, per comprendere se siano stati vantaggiosi o meno per il rilancio dell'economia e dell'imprenditoria italiana.

¹⁸⁵ Giulia Mele, *Nuovi strumenti di finanziamento per le imprese*, 13 Ottobre 2014, consultabile all'indirizzo <https://www.finriskalert.it/?p=1714>

¹⁸⁶ Commissione Europea, Libro Verde, *Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, Bruxelles, 18 Febbraio 2015, consultabile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=COM:2015:63:FIN>

II CAPITOLO: RECENTI INTERVENTI NORMATIVI IN MATERIA DI FINANZA ALTERNATIVA

1. Il Decreto Sviluppo – DL 22 Giugno 2012 n. 83: nuovi strumenti di finanziamento per le imprese

Allo stato attuale del sistema finanziario descritto nel primo capitolo è chiaro che, per stimolare una ripresa economica delle PMI, è necessario che esse possano accedere anche a canali di finanziamento alternativi al credito bancario.

Il sistema bancario, anche senza le restrizioni del *credit crunch*, non è comunque da solo in grado di soddisfare le richieste del mercato, le cui risorse possono essere reperite anche presso altri soggetti finanziatori, come le imprese assicurative¹⁸⁷, o tramite strumenti di debito, che si affiancano al canale bancario, e alla raccolta di capitali presso i soci¹⁸⁸.

Tra gli strumenti alternativi possiamo annoverare, *inter alia*, il *privateequity* e gli strumenti finanziari ibridi, che, tuttavia non sono ancora sufficientemente utilizzati dalle PMI.

Ma analizziamo brevemente questi due strumenti.

Il *privateequity*, come abbiamo accennato nel primo capitolo, costituisce un mezzo mediante il quale le imprese possono finanziarsi accedendo al mercato dei capitali; esse ricorrono ad un investitore istituzionale, il quale si comporta da

¹⁸⁷ Roberta Dugnani, *Finanza alternativa al credito bancario: le novità*, Amministrazione&Finanza, n. 1/2015, pag. 55.

¹⁸⁸ Manuela Soldini, *Il regime fiscale dei mini bond fra deduzioni ed esenzioni*, Amministrazione&Finanza, volume 29, fascicolo 4, anno 2014, pagg. 32/35.

intermediario, che si colloca sul mercato e fornisce mezzi finanziari (partecipazioni al capitale azionario e/o sottoscrizione di titoli obbligazionari convertibili in azioni) per un arco temporale medio – lungo, esperienze professionali, competenze tecnico-manageriali nonché una rete di contatti con altri investitori ed istituzioni finanziarie.

L'obiettivo di questa operazione è conseguire un rendimento (*capital gain*) attraverso l'eventuale cessione della partecipazione; profitto derivante dall'incremento di valore della partecipazione maturato dal momento dell'assunzione a quello della cessione o monetizzazione della medesima.

Gli intermediari si orientano verso progetti con un elevato potenziale di sviluppo, in modo tale che il proprio ausilio possa accelerare il processo di creazione di valore.

I soggetti bersaglio sono: imprese con un valido progetto di sviluppo e prospettive di crescita dimensionale e reddituale; imprese con a capo un imprenditore valido e determinato nella realizzazione del progetto di sviluppo; imprese con un buon *management* – direzione aziendale; imprese per le quali siano previste modalità di disinvestimento che facilitino il realizzo del *capital gain*.

L'investitore esamina la competenza dell'imprenditore e del *management*, l'andamento del mercato e le reazioni della domanda all'introduzione di un nuovo prodotto o servizio innovativo, l'evoluzione dei settori più competitivi, in modo da selezionare le iniziative imprenditoriali vincenti.

A sua volta, richiede di partecipare alle scelte strategiche dell'impresa e d'investimento più significative, lasciando piena autonomia nella gestione operativa quotidiana, nonché disponibilità al colloquio e piena trasparenza da parte dell'imprenditore.

Si viene a creare una stretta collaborazione tra finanziatore e soggetto finanziato, in quanto entrambi condividono il rischio di impresa.

Ciò consente all'impresa di conseguire vantaggi non solo dal punto di vista finanziario: la partecipazione dell'investitore comporta collaborazione nel tracciare una strategia di sviluppo e sostegno nel perseguirla, maggiore funzionalità della compagine sociale – che facilita l'eventuale liquidazione di un socio non più interessato all'affare – una crescita del potere contrattuale dell'impresa, un miglioramento della sua reputazione, una maggiore capacità di attrarre *management* competente, nonché una gestione più professionale e manageriale.

A differenza di un finanziamento tradizionale, in cui la controparte dell'imprenditore è un istituto di credito non interessato alla creazione di valore dell'impresa, ma unicamente alla solvibilità finanziaria, al punto da richiedere la liquidazione della società qualora questa non riesca a rimborsare il mutuo e gli interessi, il ricorso al capitale di rischio mostra significativi vantaggi: innanzitutto previene da eventuali restrizioni creditizie, agevola la crescita finanziaria, e l'accesso al *network*, contribuisce al miglioramento della reputazione aziendale,

riduce il peso fiscale cui è soggetta l'impresa, detassando una parte della liquidità immessa nel capitale¹⁸⁹.

Tuttavia le politiche economiche e fiscali e la rigidità degli assetti proprietari (tipiche di un capitalismo prettamente familiare) ostacolano ancora l'utilizzo di questo strumento innovativo, complici anche il limitato numero di operatori e di operazioni.

Un maggior impatto di tale strumento sull'economia non potrebbe che essere positivo: alcune ricerche¹⁹⁰ hanno infatti rilevato che le imprese partecipate da investitori istituzionali hanno avuto risultati sensibilmente superiori a quelli di mercato, divenendo ad alto tasso di sviluppo e favorendo la creazione di nuovi posti di lavoro, nonché aumentando la loro propensione ad effettuare investimenti.

Nonostante ciò, nel sistema imprenditoriale¹⁹¹ europeo, pochissime imprese hanno fatto ricorso a questo strumento; sulla base dei dati OECD¹⁹² solo il 6% delle PMI con sede nell'UE hanno fatto ricorso al *private equity*, una quota molto scarsa confronto al contesto americano.

Quanto agli strumenti ibridi, invece, si tratta di strumenti che configurano un finanziamento a titolo misto (a metà strada tra titoli di debito e di rischio).

¹⁸⁹ Centro Studi Finanza, *Il Private Equity come strumento di finanziamento*, consultabile all'indirizzo

http://www.centrostudifinanza.it/index.php?option=com_content&view=article&id=127:il-private-equity-come-strumento-di-finanziamento&catid=58:private-equity&Itemid=114

¹⁹⁰ Effettuate da A.I.F.I. (Associazione Italiana del *Private Equity* e *Venture Capital*), a livello nazionale, e da EVCA (*European Private Equity and Venture Capital Association*), a livello europeo.

¹⁹¹ In merito, si veda l'indagine realizzata dal *Center for Entrepreneurial and Financials Studies* dell'Università di Monaco per conto dell'EVCA.

¹⁹² *Organization for Economic Co-operation and Development*.

Non hanno caratteristiche standardizzate e in generale possiamo dire che sono più rischiosi delle obbligazioni, ma anche più redditizi: qualora la società sia in liquidazione, infatti, i titolari di questi strumenti sono rimborsati prima degli azionisti, ma dopo le altre classi creditorie (o alcune di esse).

Hanno una durata medio – lunga, ma possono anche essere perpetui.

La loro durata supera il decennio, ma a volte può coincidere con l'intera vita dell'azienda¹⁹³ – in questo caso lo strumento è estremamente simile ad un'azione partecipano in una certa misura al rischio d'impresa perché la loro remunerazione dipende parzialmente dai risultati economici dell'azienda, ma non attribuiscono alcun diritto di voto nelle assemblee.

La maggiore flessibilità di questi strumenti arreca dei vantaggi sia per il sottoscrittore sia per l'emittente. Il possessore di un *bond* ibrido, in caso di fallimento della società emittente, è preferito all'azionista, sebbene sia subordinato all'obbligazionista, ed ha diritto ad un rendimento più elevato rispetto al titolare di un *bond* ordinario¹⁹⁴.

I vantaggi per l'emittente riguardano la possibilità di rinviare il pagamento di una o più cedole – interessi – al verificarsi di determinati accadimenti¹⁹⁵, quali la mancata distribuzione di dividendi, o una chiusura con utili di esercizio negativi; è addirittura previsto che i pagamenti sospesi possano essere effettuati

¹⁹³*Obbligazioni ibride: le caratteristiche*, consultabile all'indirizzo <http://www.professionefinanza.com/scheda.php?id=8093>

¹⁹⁴*Bond ibridi*, consultabile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/B/Bond-ibridi.shtml?uuid=6b05ef52-5802-11dd-93cb-a54c5cfd900&DocRulesView=Libero>

¹⁹⁵*Interest deferral*.

utilizzando i proventi derivanti da nuove azioni o nuovi ibridi, o, qualora i conti non siano positivi, essere del tutto omessi.

Il beneficio maggiore deriva però dalla mancata incidenza sull'indebitamento della società – e quindi sulla leva finanziaria negativa – proprio perché tali strumenti vengono considerati prima di tutto azioni, e solo parzialmente alla stregua di obbligazioni; in sede di aumento di capitale, inoltre, i soci non devono esercitare il diritto di opzione per mantenere il controllo e l'entità dell'utile¹⁹⁶.

Riportiamo due esempi di finanziamento ibrido: il mezzanino e l'obbligazione convertibile.

Nel primo caso, possiamo identificare una componente di debito subordinato - un vero e proprio prestito il cui rimborso è compreso tra 7 e 10 anni, ed è subalterno al debito primario – e una avente natura di capitale di rischio – l'offerente può beneficiare di eventuali apprezzamenti di valore.

Anche la seconda fattispecie prevede una duplice componente: il debito subordinato (a quello primario) al quale sono associati tutti i diritti di remunerazione periodica e di rimborso¹⁹⁷, e l'*equity kicker*, un'opzione *call* che consente al finanziatore di acquistare quote del capitale di rischio dell'impresa partecipata per beneficiare di eventuali apprezzamenti di valore della stessa – quest'ultimo ha la possibilità di sottoscrivere una determinata quantità di azioni o quote della società, o di riceverle subordinatamente alla realizzazione di specifiche condizioni, in modo da essere compensato dell'alto rischio (simile a

¹⁹⁶*Bond ibridi*, consultabile all'indirizzo <http://www.studiocerbone.com/bond-ibridi/>

¹⁹⁷Elia Palombi, *Imprese, tutte le tecniche di finanziamento*, consultabile all'indirizzo http://www.academia.edu/8116426/Tecniche_di_finanziamento_per_le_impresa

quello sopportato dagli azionisti) sostenuto finanziando l'impresa a titolo di debito subordinato¹⁹⁸.

Ritornando ora all'esame delle novità del Decreto Sviluppo, sono stati sia introdotti sia modificati strumenti finanziari, nonché effettuati interventi in campo fiscale con l'obiettivo di allineare le opportunità finanziarie in Italia con quelle dei più avanzati sistemi industriali e finanziari europei, eliminando limiti anacronistici e di difficile giustificazione alla raccolta obbligazionaria da parte delle PMI¹⁹⁹.

Nello specifico, l'intervento normativo consente la sollecitazione del mercato finanziario da parte di soggetti emittenti fino ad ora esclusi, quali le imprese non quotate, sia l'ampliamento delle opportunità di investimento da parte di operatori istituzionali italiani ed esteri nelle imprese nazionali.

Il Legislatore mira a creare un sistema di intermediazione parallelo che consenta di indirizzare stabilmente una parte delle risorse del risparmio a favore delle PMI, limitando gli effetti del *credit crunch* derivanti da Basilea 3.

I soggetti beneficiari del Decreto sono le società, diverse dalle banche e dalle microimprese, costituite nella forma di S.p.A., società cooperative e mutue assicuratrici, che non emettono strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione, e le S.r.l.

Tali imprese possono emettere obbligazioni con clausole di partecipazione e di subordinazione agli utili, le cambiali finanziarie sono equiparate alle obbligazioni, è prevista la possibilità di emettere *minibond*, ed è stato modificato

¹⁹⁸ *Prestito mezzanino*, consultabile all'indirizzo <http://lbconsultingsrl.it/index.php/imprese/prestito-mezzanino>

¹⁹⁹ Carlo Galli, *Ostacoli di natura fiscale per gli strumenti di finanziamento delle imprese*, Corriere Tributario, n. 34/2012. 10 Settembre, pagg. 2609-2916.

il trattamento fiscale dei *project bond* – tutti aspetti che andremo ad esaminare di seguito.

1.1 Cambiali finanziarie

Le cambiali finanziarie²⁰⁰ sono titoli di credito all'ordine, emessi in serie, contenenti una promessa incondizionata di pagamento da parte dell'emittente, al pari delle cambiali ordinarie, che consentono, alle imprese non abilitate ad emettere obbligazioni, l'opportunità di raccogliere capitale alternativo rispetto al ricorso al credito bancario.

Sono assimilate alle cambiali ordinarie – titoli di credito all'ordine, formali ed astratti, che attribuiscono al possessore il diritto al pagamento di una somma determinata alla scadenza indicata sul titolo; consentono quindi di rinviare il pagamento e costituiscono titolo esecutivo.

Rappresentano una frazione di un'operazione di finanziamento collettivo di importo predeterminato (operazione assimilata alla raccolta del risparmio ex art. 11 TUB), e sono trasferibili solamente con la clausola “senza garanzia” o “equivalenti”, affinché il girante non incorra nella responsabilità cartolare – tale riserva lo esonera dalla responsabilità di regresso nei confronti dei giratari²⁰¹.

L'organo sociale competente all'emissione è quello amministrativo, avendo il legislatore assimilato le cambiali finanziarie ai titoli obbligazionari, poiché tutti

²⁰⁰ Disciplinate dalla L. n. 43/1994.

²⁰¹ Senza garanzia, consultabile all'indirizzo <http://www.bankpedia.org/index.php/it/127-italian/s/22365-senza-garanzia>

facenti parte della categoria di strumenti di raccolta di cui alla Delibera del CICR²⁰².

L'emissione di questo strumento non può superare i limiti previsti per le obbligazioni ex artt. 2412 cc e 2483 cc per le S.r.l. (a seconda della società emittente); qualora però siano scambiate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione e siano emesse da S.p.A. quotate, l'emissione non incontra nessun tipo di limite, né quantitativo, né in relazione ai soggetti presso cui possono essere collocate e girate, né in relazione al taglio minimo unitario.

Fino alla riforma del diritto societario del 2003, esse hanno costituito *“l'unico strumento di raccolta di capitali tra il pubblico da parte delle società a responsabilità limitata, stante il divieto assoluto per queste ultime di collocare, presso i risparmiatori, il proprio capitale di rischio”*²⁰³.

L'art. 100 della legge cambiaria (regio decreto 14/12/1933 n.1669) individua il contenuto della cambiale:

“1) la denominazione del titolo inserita nel contesto ed espressa nella lingua in cui esso è redatto;

2) la promessa incondizionata di pagare una somma determinata;

3) l'indicazione della scadenza;

4) l'indicazione del luogo di pagamento;

5) il nome di colui al quale o all'ordine del quale deve farsi il pagamento;

6) l'indicazione della data e del luogo in cui il vaglia è emesso;

7) la sottoscrizione di colui che emette il titolo (emittente);

²⁰²19 luglio 2005, n. 1058, GU Serie Generale n.188 del 13-8-2005.

²⁰³ Eleonora Forcignanò e Corrado Ghielmi, *Le innovazioni in materia di finanza aziendale a seguito dei “Decreti Crescita” – I mini – bond e le cambiali finanziarie*, Aprile 2014, consultabile all'indirizzo <https://www.unina.it/documents/11958/7736779/ATT00162.pdf>

7-bis) l'indicazione del luogo e della data di nascita ovvero del codice fiscale dell'emittente", nonché la dicitura "cambiale finanziaria" e l'indicazione dei proventi in qualunque forma.

È previsto un taglio minimo di 50.000 Euro, salvo per le cambiali destinate alla quotazione in mercati regolamentati emesse da società con azioni quotate.

Originariamente la loro scadenza era compresa tra tre e dodici mesi, oggi non è inferiore ad un mese e non è superiore a trentasei mesi dall'emissione, attuabile da tutte le società di capitali, cooperative e mutue assicuratrici.

Non sono legittimate le imprese individuali, le società di persone e le altre forme associative di esercizio dell'impresa nonché banche e microimprese²⁰⁴.

Tuttavia le società e gli enti non aventi titoli rappresentativi di capitale negoziati in mercati regolamentati o non regolamentati, possono emettere tali cambiali solo in presenza di determinati requisiti:

) l'emissione deve essere assistita da uno *sponsor*, ossia una banca, un'impresa di investimento, una SGR, una società di gestione armonizzata, una SICAV, purché con succursale costituita nel territorio italiano; tale soggetto deve assistere e supportare la società durante l'emissione e il collocamento dei titoli, e detenere nel proprio portafoglio, sino alla naturale scadenza, una quota di essi, a seconda dell'ammontare complessivo emesso²⁰⁵; deve inoltre verificare che il valore delle cambiali circolanti non superi il totale dell'attivo corrente. Le società non classificabili tra le PMI possono rinunciare allo *sponsor*;

²⁰⁴ Commissione europea 2003/361/CE, 6 maggio 2003.

²⁰⁵ Il 5% del valore di emissione dei titoli, per le emissioni fino a 5 milioni di euro; il 3% del valore di emissione dei titoli eccedente 5 milioni di euro, fino a 10 milioni di euro, in aggiunta alla quota risultante dall'applicazione della prima percentuale; il 2% del valore di emissione dei titoli eccedente 10 milioni di euro, in aggiunta alla quota risultante dall'applicazione delle prime due percentuali.

) l'ultimo bilancio deve essere certificato da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili;

) tali cambiali devono essere emesse e girate esclusivamente in favore di investitori professionali che non siano, né direttamente né indirettamente²⁰⁶ soci dell'emittente (mentre non è vietata l'acquisizione da parte di investitori controllanti o controllati dallo *sponsor*, ma ricade nel campo d'applicazione delle norme relative al conflitto di interesse).

Siffatte maggiori cautele si rendono necessarie per evitare rischi di insolvenze, dal momento che tali imprese sono “*mediamente meno trasparenti*”²⁰⁷, *non avendo gli stessi obblighi di disclosure verso il pubblico imposti per le listed companies*²⁰⁸, e *meno capitalizzate*”²⁰⁹.

“*Per l'emissione di cambiali finanziarie in forma dematerializzata, l'emittente invia una richiesta alla società di gestione accentrata di strumenti finanziari, contenente la promessa incondizionata di pagare alla scadenza le somme dovute ai titolari delle cambiali finanziarie che risultano dalle scritture contabili degli intermediari depositari*”²¹⁰; tale documento deve contenere: “*l'ammontare totale dell'emissione; l'importo di ciascuna cambiale; il numero delle cambiali; l'importo dei proventi, totale e suddiviso per singola cambiale; la data di emissione; gli elementi specificati nell'art. 100, comma 1,*

²⁰⁶ L'Assonime, con la Circolare 16 dicembre 2013, n.39 intende i fenomeni di “intestazione fiduciaria, trust, controllo o interessenza.

²⁰⁷ La minore trasparenza è dovuta alle dimensioni ridotte delle PMI, alla loro natura fortemente familiare e alle scarse informazioni che esse fanno circolare. Assonime, *Il finanziamento a medio e lungo termine delle imprese in Italia*, 4/2015, consultabile all'indirizzo <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/servletDocAllegati?idSelectedDocument=259602&idSelectedDocumentType=374&idSelectedAttach=259603&reserved=false>

²⁰⁸ Società quotate.

²⁰⁹ Eleonora Forcignanò e Corrado Ghielmi, *Le innovazioni in materia di finanza aziendale*, cit. nota 17.

²¹⁰ art.1-bis comma 2 L.43/1994.

numeri da 3) a 7), del R.D. 14 dicembre 1933, n. 1669; le eventuali garanzie a supporto dell'emissione, con l'indicazione dell'identità del garante e l'ammontare della garanzia; h) l'ammontare del capitale sociale versato ed esistente alla data dell'emissione; la denominazione, l'oggetto e la sede dell'emittente; l'ufficio del registro delle imprese al quale l'emittente è iscritto"²¹¹. In questo modo lo strumento può essere assimilato alla "carta commerciale", diffusa nei mercati finanziari internazionali²¹².

Le novità fiscali le analizzeremo nel paragrafo dedicato al regime fiscale delle obbligazioni.

1.2 *Mini bond*

Il termine *mini bond* è un'espressione atecnica – non ve ne è infatti traccia in alcuna disposizione normativa – che ricomprende le obbligazioni in generale, i titoli simili – i titoli di debito delle S.r.l. ex art. 2483 cc e gli strumenti finanziari partecipativi ex 2346 cc aventi natura di finanziamento – e le obbligazioni partecipative e con clausole di subordinazione, previste già dall'art. 2411 cc²¹³.

²¹¹ art.1-bis comma.3 L.43/1994.

²¹² Carta commerciale o polizza di credito commerciale: lettera di riconoscimento di debito di un'impresa nei confronti di un'altra per una somma esigibile a scadenza prefissata. Costituisce una forma di finanziamento a breve termine, mentre per l'investitore è uno strumento di gestione della liquidità. Può essere associata ad una fideiussione bancaria, la quale rende più facilmente cedibile il credito indicato nella polizza. *Carta commerciale*, consultabile all'indirizzo <http://www.bper.it/nuovatrasparenza/PartePrima/10%2003%20carta%20commerciale.pdf>

²¹³ Stefano Padovani e Andrea Giarretta, *Minibond: la disciplina dopo le nuove disposizioni*, Il Sole24Ore, 28 Aprile 2014, consultabile all'indirizzo <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2014-04-28/minibond-disciplina-nuove-disposizioni-121821.php>

Costituiscono uno strumento di autofinanziamento per le piccole e medie imprese non quotate in Borsa, e consentono alle PMI di diversificare la fonte dei loro finanziamenti, rivolgendosi ad investitori qualificati che mirano ad aumentare il valore dell'impresa stessa, riducendo così la dipendenza dal sistema bancario.

La definizione *mini* riguarda, non il taglio delle emissioni, bensì le caratteristiche delle imprese emittenti: sono riservati alle PMI non quotate, che intendono finanziare i propri progetti. Devono rispondere a determinati requisiti:

) avere un fatturato lordo in crescita, o in ogni caso stabile, e una propensione agli investimenti nel medio-lungo periodo;

) una solida direzione aziendale;

) vantaggi competitivi per i prodotti offerti;

) pubblicazione degli ultimi due bilanci, di cui l'ultimo sottoposto a revisione contabile;

) una leva finanziaria < 4 ;

) un $MOL^{214} > 0$ negli ultimi tre anni e pari almeno al 10% del giro degli affari nell'ultimo anno²¹⁵.

Sono escluse da questa disciplina le banche e le microimprese.

A differenza di quanto previsto per le cambiali finanziarie, per l'emissione dei *minibond* non è prevista l'assistenza dello *sponsor* e la sottoscrizione esclusiva da parte di investitori istituzionali²¹⁶ - tra i possibili finanziatori vi sono infatti le imprese di grandi dimensioni, i fondi di origine pubblica e i grandi investitori privati.

²¹⁴ Margine Operativo Lordo.

²¹⁵ Marco Ongaro, *Analisi dei mini bond*, consultabile all'indirizzo <http://www.leaders.it/wp-content/uploads/2013/05/Minibond-analisi-di-Marco-Ongaro-Leaders1.pdf>

²¹⁶ Requisiti comunque richiesti da Borsa Italiana per poter accedere alla quotazione.

Un'altra differenza consiste nella durata del titolo: per la cambiale va da un minimo di un mese ad un massimo di 36 mesi, per i *minibond* non può essere inferiore a 3 anni.

Lo scopo dell'intervento legislativo è consentire alle PMI di sganciarsi dall'intermediazione bancaria rivolgendosi direttamente al mercato dei capitali, dove emettono tali titoli affinché gli investitori possano sottoscriverli offrendo una remunerazione contrattualmente stabilita tramite il pagamento di una cedola.

L'emissione dei *minibond* non ha ripercussioni dirette sugli affidamenti bancari, non prevede la segnalazione alla Centrale Rischi e non è necessariamente soggetta all'assunzione di garanzie aziendali o personali²¹⁷.

1.2.1 Modifiche apportate del Decreto Sviluppo al Codice Civile

Una prima modifica apportata dall'intervento si ha dal punto di vista civilistico, relativamente alle obbligazioni.

Prima della riforma, l'art. 2412 c.c. imponeva un limite all'emissione pari al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve risultanti dall'ultimo bilancio disponibile; la *ratio* di questa disposizione è rintracciabile nell'esigenza di prevedere una garanzia per il sottoscrittore obbligazionista, ancorata alla nozione di patrimonio netto.

Tale limite è però derogabile in presenza di determinate situazioni, previste dalla disposizione in esame:

²¹⁷ Marco Ongaro, *Analisi dei mini bond*, cit. nota 29.

) se “*le obbligazioni emesse in eccedenza sono sottoscritte da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale*²¹⁸” i quali, in caso di successiva circolazione, rispondono dell’insolvenza della società nei confronti degli acquirenti che non ricoprano tale qualifica; ciò perché il legislatore ritiene questo particolare soggetto capace di tutelarsi da solo;

) se “*l’emissione di obbligazioni è garantita da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili medesimi*²¹⁹”;

) se “*le obbligazioni sono emesse da società quotate in mercati limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati*²²⁰”. Tale disposizione conteneva un duplice limite: la deroga era infatti accordata solo alle società con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate alla quotazione. La *ratio* di tale norma si poteva rinvenire negli stringenti obblighi informativi imposti alle S.p.A. quotate, grazie ai quali gli investitori avevano a disposizione informazioni sufficienti relative sia alla società sia all’obbligazione. Tuttavia questa disposizione impediva alle società private – non quotate in mercati regolamentati – di emettere titoli obbligazionari in misura eccedente ai limiti legali, pur essendo essi stessi destinati alla quotazione; la medesima limitazione riguardava anche le società le cui azioni erano quotate in un sistema multilaterale di negoziazione, non

²¹⁸ Art. 2412 comma 2 c.c..

²¹⁹ Art. 2412 comma 3 c.c.

²²⁰ Art. 2412 comma 5 c.c.

essendo soggette ai medesimi obblighi di *disclosure* di informazioni finanziarie²²¹;

) se le emissioni sono autorizzate con provvedimento dell’Autorità governativa per particolari ragioni relative all’economia nazionale.

I Decreti Sviluppo hanno apportato una modifica fondamentale al comma 5 del suddetto articolo, che ora recita: “*I commi primo e secondo non si applicano alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni*”, estendendo quindi la possibilità di emettere obbligazioni senza limitazioni anche alle società non quotate, a patto che tali titoli siano destinati alla quotazione, o siano convertibili in azioni

Inizialmente tale possibilità era riconosciuta solo alle S.p.A. e alle S.A.P.A., escludendo le S.r.l., nella cui forma è però costituita la maggior parte delle PMI.

L’ostacolo è stato superato prevedendo che anche questo tipo di società possa emettere obbligazioni, purché ciò sia previsto dall’atto costitutivo e con il limite della possibilità di sottoscrizione da parte di investitori professionali; lo statuto deve anche indicare quale sia l’organo competente a deliberare relativamente all’emissione obbligazionaria²²².

²²¹Roberto Culicchi, Juljan Puna, *I nuovi strumenti di finanziamento per le imprese: i c.d. Mini-bonds*, Approfondimenti di Diritto Bancario, 16 gennaio 2014, consultabile all’indirizzo <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/i-nuovi-strumenti-di-finanziamento-le-imprese-i-cd-mini-bonds>

²²² Roberto Culicchi, Juljan Puna, *ibidem*.

1.2.2 Impatto dei *mini bond* sulle PMI

Innovando la disciplina dei *minibond*, il Decreto ha evidenziato i numerosi vantaggi che derivano alle PMI dalla loro emissione: trattandosi di obbligazioni a medio-lungo termine, i finanziamenti sono più durevoli, generando un miglioramento negli indici di bilancio che valutano la coerenza tra la liquidità degli investimenti e l'esigibilità delle fonti di finanziamento²²³.

È quindi garantito il credito per un periodo più lungo, essendo oggetto di corresponsione periodica solo gli interessi, e non anche una quota capitale, come avviene invece con i prestiti bancari.

Vi è poi un miglioramento nella gestione finanziaria, derivante dalla diversificazione del debito e dunque un'attenuazione dei rischi connessi alla dipendenza bancaria e conseguente attivazione di meccanismi pro-ciclici, per cui in presenza di una congiuntura negativa le imprese incontrano maggiori difficoltà a rimborsare i prestiti e le banche assumono un atteggiamento più prudente nell'erogarli, dando vita ad un circolo restrittivo vizioso; è così possibile superare la difficoltà di copertura del bisogno finanziario in momenti di razionamento dei prestiti; minor dipendenza dai finanziamenti bancari, che implicano un ampio ricorso a garanzie pubbliche e private a fronte di un prestito a breve termine; e così pure eventuali ripercussioni negative concernenti la competitività nei mercati internazionali (essendo i tassi di interesse applicati dalle banche italiane più alti della media europea).

²²³ La lunga durata dell'investimento favorisce le possibilità che l'impresa abbia la disponibilità necessaria per restituire quanto ricevuto.

A fronte di un miglioramento degli equilibri finanziari e patrimoniali può conseguire una valutazione più favorevole del merito creditizio aziendale da parte del sistema bancario, con un miglioramento nel giudizio di *rating* e la possibilità di poter accedere al canale bancario a prezzi meno elevati; senza contare i vantaggi di natura fiscale, che andremo ad esaminare nel paragrafo a ciò dedicato²²⁴.

Insieme a tutti questi benefici è pur vero che si celano delle criticità, che devono essere tenute in debita considerazione: innanzitutto deve aumentare la trasparenza delle PMI nei confronti del mercato, non solo relativamente ai bilanci, ma anche ai progetti da finanziare e ai risultati che si intende raggiungere; da parte degli investitori, ci sarà un controllo molto attento sulla *due diligence* dell'impresa da finanziare, grazie ad una collaborazione molto stretta; bisogna analizzare attentamente la fattibilità dell'operazione e la gestione dell'emissione, il che richiede costi elevati cui si aggiungono quelli per l'eventuale quotazione sul mercato; non è inoltre agevole confrontare il tasso di interesse stimato per il collocamento dei *minibond* come avviene con quello per i prestiti bancari – occorre utilizzare modelli di valutazione diversi; il ricorso al mercato finanziario comporta un allungamento dei tempi per la raccolta di capitali, quindi bisogna considerare i tempi di attivazione delle operazioni²²⁵.

Ciò dipende anche dal *target* degli investitori interessati allo strumento, il cui taglio minimo è di alcuni milioni di Euro, affinché possa essere allettante sul mercato, soprattutto per gli investitori esteri.

²²⁴Roberto Calugi, Valentina Morelli, Gianmarco Paglietti, *I mini-bond, istruzioni per l'uso*, Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza e Camera di Commercio di Milano, 2014, consultabile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/pro-link/studiericerche/minibondistruzioneiperluso2014.pdf>

²²⁵ Roberto Calugi, Valentina Morelli, Gianmarco Paglietti, *ibidem*.

Una soluzione a questo problema ci è offerta dai “*mini bond* di filiera”, che consentono di aggregare i fabbisogni di più imprese in un’unica emissione, realizzando un “portafoglio di aziende”²²⁶, oppure dalla creazione di *credit funds* sottoforma di fondi chiusi²²⁷.

1.2.3 Il ruolo dei *credit fund* nel mercato dei *mini bond*

Analizziamo brevemente questa la realtà dei *credit fund*, per comprendere meglio come questa possa essere funzionale al mercato *mini bond*.

Per *credit fund* intendiamo i fondi costituiti da investitori istituzionali che erogano credito alle imprese, tramite l’acquisto di obbligazioni, senza entrare nel capitale delle aziende.

È una realtà ancora poco diffusa in Europa, a differenza degli Stati Uniti, in cui essi si pongono come intermediari di circa l’80% del credito alle imprese e alle famiglie.

Ciò accade perché, soprattutto in Italia, il mercato obbligazionario è un fenomeno quasi completamente nuovo, il che comporta che, almeno nel breve – medio termine, i *mini bond* saranno titoli poco liquidi.

Ciò consente di definire l’investimento in questi strumenti più un’operazione di *private equity* che un tradizionale acquisto obbligazionario, e ciò

²²⁶ Gianmarco Paglietti, *Minibond: leva strategica o strumento di nicchia?*, Consorzio Camerale per il credito e la finanza, Anno VI, Numero 45, Novembre 2013, pagg 1-27 consultabile all’indirizzo http://www.consorziocamerale.eu/writable/newsletter/NLE_20131112223519.pdf

²²⁷ *Idem*, Roberto Calugi, Valentina Morelli, cit. nota 38.

si riflette sulla *due diligence*²²⁸ necessaria per valutare un intervento a favore di una PMI italiana.

Gli investitori istituzionali devono quindi esaminare i piani di sviluppo proposti dall'imprenditore, valutare il rischio – che per una PMI è comunque più elevato rispetto alle grandi aziende – in base ad un'attenta analisi strategica e di serietà degli obiettivi prefissati, senza poter fare eccessivo affidamento al *rating*, che non è sufficiente per comprendere l'affidabilità dell'investimento.

Il *credit fund* interviene proprio in questa fase di valutazione, poiché nessun investitore istituzionale ha le competenze necessarie per effettuare queste analisi così specifiche; si dotano quindi di strutture interne con capacità mirate, essendo formate da esperti in valutazione creditizia di estrazione bancaria, e da professionisti nella lettura del posizionamento aziendale e strategico.

Gli investitori che non possono avere questo apparato si affiancano a strutture esterne che hanno già esperienza con le PMI.

I titoli gestiti dai *credit fund* sono riferiti a masse di una certa entità, al crescere della quale gli strumenti saranno abbastanza liquidi da poter essere scambiati tra gli investitori.

A ciò si aggiunga che la differenziazione di portafoglio riduce decisamente il tasso di rischio, in modo che l'investimento in *mini bond* risulti più compatibile ai requisiti più stringenti degli investitori istituzionali.

L'importanza di questi fondi è evidenziata anche dal loro ruolo nella promozione della raccolta presso investitori esteri, che manifestano un sempre

²²⁸ Termine derivato dal diritto anglosassone, che nel linguaggio giuridico indica il procedimento grazie al quale il potenziale acquirente valuta preventivamente le condizioni economiche della società di cui intende acquisire strumenti finanziari, nonché i rischi collegati a determinate operazioni. *Due diligence*, consultabile all'indirizzo <http://www.treccani.it/enciclopedia/due-diligence/>

maggior interesse verso il mercato italiano, determinato dall'alto costo del denaro e dal valore che le aziende hanno mostrato negli anni a livello mondiale.

Per ora i *credit fund* non sono specializzati, ma si prevede che in futuro si creeranno fondi di filiera, ognuno dedicato all'investimento in un determinato settore di produzione.

Questo permetterà di minimizzare realmente il rischio di investimento, convogliando i capitali verso le aziende migliori, con i piani di sviluppo più concreti, grazie ad un'attenta analisi di un professionista esperto in un determinato settore, e quindi in possesso di conoscenze tecniche più avanzate.

Grazie a questa differenziazione di portafoglio, il rischio per l'investitore finale risulterebbe senz'altro atomizzato.

Affinché ciò sia fattibile, è però necessario un aiuto concreto da parte delle istituzioni, ad esempio tramite la creazione di fondi di garanzia per il sostenimento delle filiere produttive, facilitando anche l'afflusso di capitali esteri²²⁹.

1.2.4 La struttura del mercato dei *mini bond*

Esaminiamo ora com'è concretamente strutturato il mercato dei *mini bond*.

I protagonisti sono: l'impresa emittente, l'*advisor*, l'*arranger*, un'agenzia di *rating*, un consulente legale, gli investitori e la Borsa²³⁰.

²²⁹ Carlo Rannelletta Felluga, *Il ruolo dei credit fund nel mercato dei mini bond*, consultabile all'indirizzo http://www.consorziocamerale.eu/writable/documenti/DOC_20140417171558.pdf

²³⁰ Marco Ongaro, *Analisi dei mini bond*, cit. nota 29.

) L'*advisor* è un soggetto che svolge attività di supporto all'impresa, potendo contare su competenze specialistiche di cui essa non dispone. È suo compito occuparsi della stesura della documentazione tecnica, di definire le caratteristiche dell'emissione partecipando alle fasi di collocamento e quotazione, con gli altri protagonisti del mercato. Per comprendere appieno il suo ruolo, occorre individuare quali sono le fasi del processo di emissione:

- analisi di fattibilità;
- strutturazione del prestito;
- ricerca di investitori qualificati;
- quotazione sul mercato.

Esso esercita le sue funzioni con particolare riguardo alla prima fase, in cui deve valutare i requisiti aziendali dell'emittente – che risponda alla definizione di PMI e che abbia la forma giuridica richiesta; una volta accertato che la società possa emettere i *minibond*, verifica la solidità del *business plan*, oppure l'assiste nella stesura.

Con questo documento l'impresa statuisce il proprio piano di sviluppo futuro, in base all'analisi di tutte le variabili che possono influenzare la sua attività imprenditoriale – dopo un attento studio del mercato su cui si pone, l'azienda è in grado di prevedere quale sia la porzione di esso che ritiene di poter servire.

Stima le future entrate realizzabili con il proprio progetto e il volume dell'investimento necessario al conseguimento degli obiettivi, individuando anche le relative fonti di finanziamento (in questo modo si definisce il fabbisogno finanziario).

In base alle risultanze di questo piano, si possono valutare tanto la solidità finanziaria dell'impresa che l'effettiva capacità di essa di generare flussi di cassa positivi tali da restituire i finanziamenti.

La validità di tale *business plan* è fondamentale affinché l'*advisor* possa redigere l'*information memorandum*, un documento destinato agli investitori, contenente informazioni riservate: si tratta di un riassunto del *business plan* con particolare attenzione alle caratteristiche del progetto e alle modalità con cui l'impresa intende perseguirlo, integrato con dati sulla storia della società, la sua struttura operativa, l'organizzazione del *business* e una descrizione del mercato di riferimento.

In ultimo, l'*advisor* si pone come intermediario tra l'impresa e le società di *rating*, affinché queste attribuiscono un giudizio di merito creditizio.

) Veniamo ad esaminare la figura dell'*arranger*: tecnicamente è il soggetto che gestisce l'emissione e i rapporti tra impresa, investitori e Borsa Italiana per la strutturazione e il collocamento dell'obbligazione.

Nella pratica, tale ruolo è svolto da una banca che opera come consulente delle PMI affinché queste possano accedere al mercato dei capitali.

L'*arranger* innanzitutto analizzerà le caratteristiche dell'azienda rispetto al mercato in cui opera e al *target* di investitori cui si rivolge: questo passaggio richiede un'accurata valutazione del *rating* dell'emittente, operazione per cui la banca ricorrerà al supporto di un'agenzia di *rating*; seguirà uno studio, fondato sugli elementi del *business plan*, sulla solidità della struttura finanziaria dell'impresa (prendendo in considerazione, p.e., la posizione finanziaria netta, gli oneri finanziari e il servizio di debito).

Seconda funzione *dell'arranger* è determinare le caratteristiche essenziali dell'obbligazione, concernenti l'importo massimo, il tasso cedolare, la durata, il piano di ammortamento, eventuali opzioni, *covenants* – accordo intercorrente tra un'azienda e le sue banche finanziatrici, che prevede clausole vincolanti per la prima a tutela delle seconde per scongiurare una gestione troppo libera dei finanziamenti accordati, pena il ritiro di essi o la rinegoziazione delle condizioni meno favorevoli²³¹ – e garanzie.

Infine esso predispose il regolamento del prestito obbligazionario, riepilogando le caratteristiche dello strumento e la documentazione necessaria alla quotazione, funzione quest'ultima svolta con l'ausilio dell'*advisor*.

Si apre così la fase della ricerca degli investitori, ai quali viene proposta l'operazione tramite l'invio dell'*information memorandum*, la presentazione trasparente dell'attività di *due diligence*, e, a seguire, gli incontri privati con i soggetti interessati, a garanzia della reputazione e credibilità dell'emittente.

) Per quanto concerne l'agenzia di *rating*, è un soggetto specializzato che esprime un giudizio sul merito creditizio di una società o di un singolo strumento finanziario, individuato in base a parametri quantitativi e qualitativi.

Le agenzie assegnano un *rating*, espresso come un giudizio in simboli alfanumerici, che consente all'investitore di comparare i progetti di più emittenti, scegliendo quello con *rating* migliore, ossia con un minore livello di rischiosità in relazione al rendimento.

²³¹ Maria Adelaide Marchesoni, Valeria Novellini, *Le mosse di Mondadori e i segreti dei covenant*, Aprile 2009, consultabile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2009/04/Nota-finanziaria-mondadori-pirelli-covenant.shtml>

La sottoposizione a tale giudizio comporta vantaggi anche per l'emittente, dal punto di vista reputazionale, per aver messo a disposizione le proprie informazioni.

) Per quanto concerne i consulenti legali, questi ultimi affiancano la società emittente nella realizzazione degli adempimenti e nella redazione dei documenti richiesti per il processo di emissione, p.e. nella stesura del regolamento del prestito²³².

) Gli investitori che possono sottoscrivere i *mini bond* sono quelli professionali di diritto o su richiesta (in caso di obbligazioni) o soggetti a vigilanza prudenziale, nel caso di titoli di debito.

Tali si intendono i soggetti che possiedono l'esperienza, la conoscenza e la competenza necessaria per assumere autonomamente le decisioni di investimento, valutando correttamente i rischi da assumere.

La sottoscrizione è quindi riservata a soggetti quali Organismi di investimento collettivo del risparmio, fondi aperti, chiusi, immobiliari, speculativi, pensione, banche, SIM, finanziarie regionali e fondazioni, a causa dell'illiquidità del mercato²³³.

La Borsa interviene solo eventualmente nel processo di emissione, e cioè qualora la società decida di quotare i propri titoli nel segmento professionale *ExtraMOT Pro*²³⁴.

²³² Roberto Calugi, Valentina Morelli, Gianmarco Paglietti, *I mini bond*, cit. nota 38.

²³³ Tali soggetti sono così definiti dal TUF nell'Allegato numero 3, in base alle modifiche apportate secondo la Direttiva MiFID. Stefano Masullo, *MiFID e nuova classificazione della clientela*, consultabile all'indirizzo http://www.assoconsulenza.eu/Resources/MIFID_E_%20CLASSIFICAZIONE_DE.pdf, cfr Roberto Calugi, Valentina Morelli, Gianmarco Paglietti, *I mini bond*, nota 38

²³⁴ Roberto Calugi, Valentina Morelli, Gianmarco Paglietti, *ibidem*.

Il processo di emissione dei *mini bond* si conclude con la quotazione, fase cui prendono parte *l'advisor, l'arranger* e lo studio legale.

Analizzeremo questo punto nell'ultimo paragrafo, dedicato al mercato *ExtraMOT Pro*, nato specificamente per le PMI.

Non sono previsti limiti obbligatori all'ammontare delle emissioni, ma sul mercato si è sviluppata l'attitudine ad effettuare operazioni il cui *range* sia compreso tra 5 e 25 milioni di Euro da parte di imprese con un fatturato stimato tra 10 e 200 milioni di Euro.

Fino ad ora, sono stati emessi *mini bond* il cui taglio minimo è pari ad 1 milione di Euro²³⁵.

Possiamo tracciare un profilo generale delle imprese *target* per gli investitori (posto che ciascuno ha le proprie esigenze da soddisfare e parametri da rispettare):

) società non soggette a procedure concorsuali, né in atto né in procinto di essere dichiarate;

) società che non siano *start-up*, né interessate al *turn around*²³⁶;

) potenziale apertura internazionale;

) buon livello tecnologico e di innovazione del prodotto o dei processi;

) fatturato crescente;

) un EBITDA²³⁷ positivo nell'ultimo triennio.

²³⁵ Roberto Calugi, Valentina Morelli, Gianmarco Paglietti, *ibidem*.

²³⁶ Intendiamo il piano di risanamento e di ristrutturazione profonda di un'azienda in crisi.

²³⁷ Cfr MOL, nota 25.

I *mini bond* sono anche sfruttati da imprese sottocapitalizzate o con fatturati molto piccoli, ma che appartengono a nicchie di mercato in forte crescita, innovative o con grandi portafogli ordini.

I parametri economico – finanziari assunti per la valutazione dell’emissione considerano l’economicità, lo sviluppo, la sostenibilità e l’equilibrio finanziario; lo scopo dell’analisi è stabilire la solidità dell’impresa e la sua capacità di rimborsare il prestito.

Oltre al deposito dei bilanci degli ultimi due anni (di cui l’ultimo deve essere certificato in caso di quotazione), l’impresa deve richiedere alla Camera di Commercio una visura aggiornata, affinché gli analisti possano disporre di un quadro attuale della struttura societaria²³⁸.

Tra le criticità esaminate in precedenza, abbiamo indicato il costo maggiore rispetto ad un finanziamento bancario; analizziamo di seguito quindi il costo di un’emissione di *mini bond*.

1.2.5 Costi di emissione

Per calcolare il costo di un’emissione di *mini bond*, dobbiamo prendere in considerazione sei componenti: la cedola, le spese di revisione del bilancio, le spese legali, i costi per ottenere un *business plan* e un *rating*, il *listing fee* per la quotazione ad ExtraMOT Pro. Procediamo con ordine:

²³⁸ Roberto Calugi, Valentina Morelli, Gianmarco Paglietti, *I mini bond*, cit. nota 32.

) la cedola rappresenta il tasso di interesse pagato agli investitori, può essere fissa o variabile, ed è influenzata da altri fattori del mercato, in particolare dal *rating* dell'emittente, dal differenziale sul tasso di interesse per obbligazioni societarie con *rating* simile, dal tipo di titolo, dalle garanzie prestate, da uno *spread* sui finanziamenti bancari a medio e lungo termine;

) devono essere sostenute spese a favore di una società di revisione affinché effettui la revisione del bilancio ed un eventuale ulteriore controllo mirato relativamente ad una o alcune poste di bilancio (*limited review*);

) tra le spese legali, a titolo esemplificativo, vi sono quelle per la redazione del verbale per autorizzare l'emissione e per la domanda di ammissione alle negoziazioni su ExtraMOT Pro;

) i costi di predisposizione e verifica di un *business plan*, da corrispondere all'*advisor*;

) i costi per ottenere ed aggiornare annualmente il *rating*;

) si intende per *listing fee* le commissioni pagate dalle imprese produttrici per accedere alla quotazione²³⁹; è previsto un contributo fisso di 500 Euro nel caso in cui lo strumento sia già quotato presso un altro mercato, di 2500 Euro per ottenere una nuova quotazione.

Dobbiamo infine considerare le garanzie richieste per l'emissione.

Queste consentono di ridurre la rischiosità del titolo, di influire sull'interesse degli investitori, e sulla certezza del rimborso.

²³⁹*Listing fee*, consultabile all'indirizzo <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/listing-fee.html>

Già il Codice Civile ne parla, all'art. 2412 comma 3 (precedentemente esaminato), quando richiede la prestazione di un'ipoteca²⁴⁰ per il superamento dei limiti alle emissioni obbligazionarie per le società.

Il Codice contempla un altro tipo di garanzia, il pegno, che si costituisce sui beni mobili, comporta lo "spossessamento" e non è considerato un metodo per superare il limite all'emissione delle obbligazioni, come nel caso dell'ipoteca.

Per quanto concerne le garanzie previste per i *mini bond*, il Decreto Destinazione Italia²⁴¹ ha modificato l'art. 46 del TUB in tema di costituzione di privilegi per il finanziamento alle imprese, prevedendo l'introduzione del comma 1-*bis* che estende la possibilità di creare privilegi speciali per garantire l'emissione di obbligazioni e titoli similari (ricomprendendo quindi i *mini bond*), purché questi siano sottoscritti da investitori qualificati e circolino tra di loro.

Così le imprese possono costituire garanzie sui beni che utilizzano normalmente nell'ambito della loro attività, senza dover ricorrere necessariamente all'ipoteca, poiché non sempre dispongono di immobili di valore adeguato allo scopo, né al pegno, che li priverebbe del godimento del bene.

Per quanto concerne le garanzie personali, abbiamo il Fondo di Garanzia per le PMI, già presentato nel primo capitolo quale strumento pubblico a sostegno di piccole e medie imprese che faticano ad accedere al prestito bancario, essendo prive di idonee garanzie.

²⁴⁰ Diritto reale di garanzia che può essere costituito su beni immobili e mobili registrati, che non comporta la perdita del possesso da parte del debitore.

²⁴¹ D.L. 23 dicembre 2013, n. 145, come modificato dalla legge di conversione del 21 febbraio 2014, n. 9.

L'ambito applicativo di tale fondo, grazie al Decreto Competitività, è stato esteso alle operazioni di sottoscrizione di *mini bond*, a partire dal 7 Novembre 2014²⁴².

1.3 Obbligazioni partecipative e subordinate

Procedendo nell'analisi delle novità del Decreto Sviluppo, esaminiamo ora le obbligazioni partecipative e subordinate.

Esistono diversi tipi di obbligazioni: le ordinarie, le convertibili, le subordinate, le variabili.

Già l'art. 2411, comma 2 c.c. autorizza l'emissione di obbligazioni "paramtrate" o "indicizzate", in cui "i tempi e l'entità del pagamento e degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società".

La nuova normativa è intervenuta proprio in questo ambito, consentendo l'emissione di tale tipo di obbligazione anche alle società non quotate, prevedendo che non solo gli interessi fossero dipendenti da indici oggettivi, bensì anche la remunerazione stessa²⁴³ (obbligazione partecipativa).

Le condizioni affinché possano effettuarsi tali emissioni sono le seguenti: le obbligazioni partecipative devono avere una scadenza uguale o superiore a 60 mesi, affinché i rimborsi possano essere regolati in funzione dei risultati dell'impresa; l'emittente deve essere affiancato da uno *sponsor*, un *partner*

²⁴² Roberta Dugnani, *Finanza alternativa al credito bancario*, cit. nota 1.

²⁴³ Luigi Scarpini, Fabio Landuzzi, *Le obbligazioni, aspetti giuridici e fiscali*, in Bollettino Tributario d'informazioni, n. 15/16, 2014, pag. 1143.

finanziario istituzionale, i cui compiti sono: prestare supporto durante la fase di emissione e collocamento, detenere una quota percentuale di titoli nel proprio portafoglio, sostenere la liquidità degli scambi di tali strumenti, valutare almeno semestralmente il valore dei titoli qualora questi non siano quotati (le società di grandi dimensioni non quotate possono rinunciare allo sponsor); l'ultimo bilancio deve essere stato sottoposto a revisione legale; le obbligazioni possono circolare esclusivamente tra gli investitori qualificati, che non siano soci dell'emittente; la successiva circolazione può avvenire unicamente tra detti soggetti²⁴⁴.

La remunerazione di tali titoli è suddivisa in due parti: una fissa e una variabile.

La prima è commisurata al risultato economico dell'emittente, ed è rappresentata dal tasso d'interesse, che “non può essere inferiore al Tasso Ufficiale di Riferimento *pro tempore* vigente²⁴⁵”.

La seconda è “*una somma commisurata al risultato economico dell'esercizio, nella percentuale indicata all'atto di emissione*”, e deve essere corrisposta annualmente al finanziatore entro 30 giorni dall'approvazione del bilancio. L'ammontare è “*proporzionato al rapporto tra obbligazioni partecipative in circolazione e capitale sociale, aumentato della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato*²⁴⁶”.

²⁴⁴ Giuseppe Molinaro, *Dal Decreto Crescita nuove opportunità di finanziamento per le imprese*, Corriere Tributario, n. 29/2012.

²⁴⁵ Art. 32 comma 21 D.L. n. 83/2012.

²⁴⁶ *Ibidem*.

Infine, “*la variabilità del corrispettivo riguarda la remunerazione dell’investimento e non si applica al diritto di rimborso in linea capitale dell’emissione*”²⁴⁷.

Per quanto concerne le obbligazioni con clausola di subordinazione, l’art. 2411 cc comma 1 prevede già che “*la restituzione del capitale e degli interessi può essere, in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società*”.

La presente clausola di postergazione può riguardare sia il rimborso del capitale sia il pagamento degli interessi, sia in tutto sia in parte, e può essere estesa a tutti i creditori sociali, o ad alcuni di essi, ed ancora essere collegato al verificarsi di specifici eventi futuri (p.e. il superamento di specifici *covenants*).

L’unico limite che incontra tale riserva è che il credito degli obbligazionisti non può essere postergato rispetto ai soci²⁴⁸.

Il Decreto Sviluppo interviene definendo i termini di postergazione dell’obbligazionista, stabilendo che i titoli debbano avere una scadenza pari o superiore a 36 mesi, introducendo l’obbligo di pubblicazione del bilancio e dell’elenco dei soci.

Tali emissioni devono comunque rispettare i limiti massimi fissati dalla legge per le emissioni obbligazionarie²⁴⁹.

L’art. 32 si occupa del caso in cui l’emissione con clausole partecipative contempli anche la clausola di subordinazione e imponga il vincolo di non distribuzione del capitale sociale se non nei limiti dei dividendi sull’utile di esercizio: in tal caso “*la componente variabile del corrispettivo costituisce*

²⁴⁷ Artt. 32 commi 21, 22, 23 D.L. n. 83/2012.

²⁴⁸ Luigi Scarpini, Fabio Landuzzi, *Le obbligazioni*, cit. nota 58.

²⁴⁹ Art. 32 commi 19, 20 D.L. n. 83/2012.

oggetto di specifico accantonamento per onere nel conto dei profitti e delle perdite della società emittente, rappresenta un costo”²⁵⁰.

Tali strumenti ibridi sono stati concepiti per favorire le *start-up*, i *turnaround* tecnologici o il *restructuring* o per il rilancio aziendale²⁵¹, per effettuare operazioni ponte verso l’aumento di capitale, per operazioni di ristrutturazione del debito, per il finanziamento di operazioni di investimento a medio – lungo termine, come strumenti alternativi ad operazioni di *private equity*²⁵² e sono caratterizzati dall’assenza di diritti partecipativi di natura amministrativa²⁵³.

1.3.1 Analisi comparativa tra le obbligazioni partecipative e gli strumenti finanziari simili alle obbligazioni *ex art. 2411 u.c.*

Prima di proseguire con la nostra analisi sulle novità introdotte dal Decreto Sviluppo, soffermiamoci su un punto molto importante: la differenza tra le obbligazioni partecipative, di cui abbiamo appena parlato, e gli strumenti finanziari simili alle obbligazioni *ex art. 2411 u.c.*

Tali strumenti sono stati introdotti nel nostro ordinamento dal D. Lgs 6/2003, e sono uno degli istituti più discussi in dottrina del diritto societario.

²⁵⁰ Art. 32 comma 24 D.L. n. 83/2012.

²⁵¹ Roberto Calugi, Gianmarco Paglietti, *I mini bond, istruzioni per l’uso*, Consorzio Camerale per il credito e la finanza, Camera di Commercio di Milano, consultabile all’indirizzo http://www.consorziocamerale.eu/writable/documenti/DOC_20140417173942.pdf

²⁵² Valter Cantino, *Obbligazioni partecipative e subordinate*, presentazione del 21 Febbraio 2013, consultabile all’indirizzo <http://epic.it/it/obbligazioni-partecipative-e-subordinate>

²⁵³ Giovanni Aversa, *Mini bond, cambiali finanziarie e obbligazioni partecipative: nuovi strumenti di finanziamento per le PMI*, consultabile all’indirizzo <http://www.bankpedia.org/index.php/it/115-italian/m/23888-mini-bond-cambiali-finanziarie-e-obbligazioni-partecipative-nuovi-strumenti-di-finanziamento-per-le-pmi-enciclopedia>

Questa confusione riguarda non solo la qualificazione di tali strumenti, ma anche l'interpretazione normativa della fattispecie, essendovi esigui riferimenti al riguardo.

Per avere un quadro chiaro dell'istituto dobbiamo esaminare due articoli: il 2346 cc e il 2411 cc.

Il comma 6 dell'art 2346 cc stabilisce che *“resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opere e servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione”*, mentre il comma 3 dell'art. 2411 cc dispone che *“la disciplina della presente sezione (sezione VII, titolata “Delle obbligazioni”) si applica inoltre agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società”*.

Con queste disposizioni, il legislatore delegante ha voluto favorire *“l'acquisizione di ogni elemento utile per il proficuo svolgimento dell'impresa sociale²⁵⁴”, “al fine di agevolare il ricorso al mercato dei capitali²⁵⁵”*. Non sono stati previsti però i *“limiti e le condizioni di emissione di strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi”*.

Nell'art. 2411 u.c. sembra rinvenirsi una causa di rischio per questi nuovi strumenti, specificando che non solo i tempi ma anche l'entità del rimborso del

²⁵⁴ Art. 3 comma 2 lett. C Legge Delega 366/2001

²⁵⁵ Art. 2 comma 5 lett. C *ibidem*

capitale investito possano essere condizionati all'andamento economico della società²⁵⁶.

Si tratterebbe quindi di vere e proprie azioni senza diritto di voto, dal contenuto variabile e il cui apporto non è imputabile a capitale²⁵⁷.

A differenza di un'obbligazione ordinaria, in cui è sicuro l'integrale rimborso del capitale investito, ci troviamo di fronte ad uno strumento che non garantisce tale restituzione, subordinandola alle condizioni della società – non dobbiamo dimenticare, tra l'altro, che l'art. 2436 cc è rubricato nella Sezione V, intitolata “*Delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi*”, lasciandoci il legislatore intendere la condivisione di questi strumenti alla causa di rischio tipica delle azioni.

È pur vero che quest'istituto si dissocia dall'azione vera e propria, sia perché gli apporti non sono imputabili a capitale, sia perché tali strumenti sono emessi a fronte di opere e servizi (“*Non possono formare oggetto di conferimento le prestazioni di opera o di servizi*”²⁵⁸), l'azione prevede un corrispettivo in denaro o in natura), sia perché sono sprovvisti di diritto di voto nell'assemblea generale (tuttavia oggi è prevista la possibilità di emettere azioni prive di diritto di voto).

Nulla quaestio sui diritti che attribuiscono tali strumenti finanziari: l'art. 2346 u.c. c.c. è chiaro nell'attribuire diritti patrimoniali e amministrativi.

Tale norma deve essere letta in combinato disposto con l'art. 2351 u.c. c.c., il quale statuisce che “*Gli strumenti finanziari di cui agli artt. 2346 comma 6 e 2349 comma 2 possono essere dotati del diritto di voto su argomenti*

²⁵⁶ Raffaella Scarabino, *Gli strumenti finanziari partecipativi: inquadramento tipologico della fattispecie e profili di disciplina*, Gennaio 2009.

²⁵⁷ Gustavo Visentini, *Principi di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2006.

²⁵⁸ Art. 2342 u.c. cc

specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco”.

In sintesi, possiamo dire che a tali strumenti finanziari “ibridi” viene applicata la disciplina delle obbligazioni, sia perché, per volontà del legislatore, non possiamo parlare di azioni in senso stretto, sia perché, stante la causa di partecipazione al rischio, un diritto alla restituzione del capitale investito dai terzi esiste, ma è subordinato al non verificarsi di perdite rilevanti.

Possiamo ora evidenziare le differenze con le obbligazioni partecipative *ex art. 2411 comma 2.*

La prima palese difformità consiste nel *nomen juris*: in un caso abbiamo a che fare con “obbligazioni” partecipative, in un altro con “strumenti finanziari comunque denominati”; a partire da questa differenza, possiamo rintracciare tutte le altre: solo alle prime è applicabile la disciplina dell’emissione delle obbligazioni, dai cui apporti dipende un incremento del patrimonio netto, mentre per i secondi le modalità e le condizioni sono stabilite dallo statuto.

Relativamente al rimborso, nel primo caso non esiste originariamente alcun diritto di restituzione dell’apporto iniziale, essendo l’obbligazione partecipativa del rischio d’impresa; nel secondo caso il diritto esiste, ma è subordinato all’andamento economico della società.

Con riferimento alla corresponsione degli interessi, invece, nel caso delle obbligazioni partecipative, essa costituisce partecipazione agli utili sociali.

Queste ultime non attribuiscono alcun diritto amministrativo, a differenza degli strumenti *ex art. 2411 u.c. cc*, come abbiamo osservato precedentemente.

L'ultima distinzione tra i due istituti riguarda la legge di circolazione: nel primo caso, la circolazione, anche successiva, è ammessa unicamente tra gli investitori qualificati; nel secondo caso, l'art. 2346 u.c. cc stabilisce che *“lo statuto ne disciplina (...) se ammessa la legge di circolazione”*.

Ciò fa pensare che, in principio, la circolazione dello strumento non sia ammessa; qualora lo fosse, le modalità saranno disciplinate dallo statuto.

2. Il nuovo regime fiscale delle obbligazioni delle società non quotate²⁵⁹

Il Decreto Sviluppo è intervenuto sul regime fiscale delle obbligazioni delle società non quotate, eliminando tanti ostacoli che scoraggiavano l'emissione dei titoli.

Le novità hanno riguardato: il regime degli interessi delle obbligazioni partecipative subordinate, delle cambiali finanziarie e delle obbligazioni per i sottoscrittori, per gli emittenti, i documenti richiesti per la deducibilità di tali interessi e l'imposta di bollo relativa alle cambiali finanziarie.

Procediamo con ordine, partendo dal regime previgente degli interessi delle cambiali e obbligazioni per i sottoscrittori

²⁵⁹ Circolare n. 4/E Agenzia delle Entrate, Roma 6 Marzo 2013.

2.1 Il regime previgente degli interessi delle cambiali e delle obbligazioni per i sottoscrittori

L'art. 26 del Decreto del Presidente della Repubblica n. 600/1973 (sull'accertamento delle imposte) poneva a carico dei sostituti di imposta l'obbligo di pagare una ritenuta, su interessi e altri proventi derivanti da obbligazioni e titoli similari, pari al 27%, ridotta al 12.50% per i titoli di durata non inferiore a 18 mesi e per le cambiali finanziarie emesse da società ed enti diversi da banche o società con azioni negoziate in mercati regolamentati di Stati membri dell'UE o sottoscrittori dell'Accordo sullo Spazio Economico Europeo (SEE), facenti parte della cosiddetta *white list*, ossia una lista di Stati che consentono un adeguato scambio di informazioni.

Ove invece i titoli con scadenza non inferiore a 18 mesi fossero rimborsati prima di tale termine, l'emittente avrebbe dovuto corrispondere il 20% sugli interessi e altri proventi maturati fino al momento del rimborso anticipato.

In seguito all'emanazione del D.L. n. 138/2011, cui è conseguita l'unificazione dell'aliquota delle ritenute e delle imposte sostitutive sui redditi di capitale²⁶⁰ al 20%, gli interessi e gli altri proventi di obbligazioni e titoli simili emessi dai sostituti d'imposta²⁶¹ diversi dai grandi emittenti privati residenti, non sono più sottoposti a ritenuta con aliquote diversificate in base alla durata e al tasso di rendimento effettivo, e qualora il rimborso avvenga prima della scadenza, non sono soggetti al prelievo del 20%.

²⁶⁰ Art. 44 T.U.I.R.

²⁶¹ Art. 23 D.P.R. n. 600/1973.

Invece gli interessi e gli altri proventi di obbligazione e titoli simili sono soggetti al regime impositivo *ex art. 239 D.L. n. 239/1996* se emessi dai grandi emittenti privati (banche, S.p.A. con azioni negoziate in mercati regolamentati di Stati europei e aderenti allo SEE facenti parte della *white list*) e dagli enti pubblici privatizzati in S.p.A.

A questi ultimi si applica un'imposta sostitutiva del 20% da parte dell'intermediario depositario nei confronti dei percettori "nettisti"²⁶² e l'erogazione dei proventi al lordo dell'imposta per i "lordisti"²⁶³.

È inoltre esteso il regime di esenzione *ex art. 6 DLgs. n.239/1996* ai soggetti non residenti ma residenti in un Paese *white list* e per enti ed organismi internazionali costituiti con accordi internazionali resi esecutivi in Italia; investitori istituzionali esteri benché privi di soggettività tributaria, costituiti in Paesi *white list*, Banche centrali o organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato.

2.2 Regime fiscale *post* Decreto Sviluppo

La situazione *post* Decreto Sviluppo²⁶⁴ è la seguente: è stato esteso il regime fiscale dei titoli obbligazionari *ex DLgs. n. 239/1996* anche alle S.p.A. con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione, alle società non quotate con obbligazioni e titoli simili negoziati in mercati regolamentati o in sistemi

²⁶² Persone fisiche, soggetti *ex art. 5 T.U.I.R.* escluse S.n.c., S.a.s. ed equiparate, enti non commerciali, soggetti esenti dall'IRPEG).

²⁶³ Tutti gli altri soggetti non "nettisti".

²⁶⁴ Art. 32 comma 9.

multilaterale di negoziazione, e alle cambiali finanziarie (prima sottoposte alla ritenuta *ex art. 26 comma 1 D.P.R. n. 600/1973*) ancorché emesse da banche, società con azioni negoziate o da enti pubblici privatizzati, poiché l'art. 1 del Decreto Legislativo escludeva dalla disapplicazione proprio le cambiali finanziarie.

È ancora applicabile la ritenuta *ex art. 26* sugli interessi dei titoli obbligazionari e similari e cambiali finanziarie non quotati emessi da società con azioni non negoziate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione.

Quindi l'imposta sostitutiva del 20% *ex DLgs n. 239/1996* si applica agli interessi e altri proventi derivanti da: cambiali finanziarie, obbligazioni e similari emessi da banche, S.p.A. con azioni negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di Stati UE e inclusi nella *white list*; obbligazioni e similari emessi da enti pubblici economici privatizzati; cambiali finanziarie, obbligazioni e similari negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di Stati UE ed inclusi nella *white list* ma emessi da società diverse da quelle precedenti.

Sono equiparati i sistemi multilaterali di negoziazione ai mercati regolamentati.

2.3 Disciplina previgente degli interessi passivi in capo agli emittenti

Concentriamoci sulla disciplina degli interessi passivi in capo agli emittenti: in origine essi erano imperativamente deducibili *ex art. 96 T.U.I.R.* al netto degli indeducibili. Per gli interessi sui prestiti obbligazionari valeva il limite *ex art. 3 comma 115 L. n. 549/1995* per cui la deducibilità era sottoposta alla condizione che al momento dell'emissione il tasso di rendimento effettivo non fosse superiore al doppio del tasso ufficiale di riferimento (per obbligazioni e simili negoziati in mercati regolamentati di Stati UE e inclusi nella *white list* o collocati con offerta al pubblico) aumentato di due terzi (per obbligazioni e simili diversi dai precedenti); in caso contrario, gli interessi sarebbero stati indeducibili dal reddito d'impresa.

Disposizione non applicabile nell'eventualità in cui l'emittente fosse una società con azioni quotate, un ente pubblico privatizzato o una banca, essendo essi soggetti solo ai limiti *ex art. 96 T.U.I.R.*²⁶⁵.

Per banche, assicurazioni e soggetti finanziari gli interessi sono deducibili forfetariamente nella misura del 96% del loro ammontare²⁶⁶.

²⁶⁵ Il quale prevede la deducibilità degli interessi passivi e oneri assimilati fino a concorrenza degli interessi attivi e proventi assimilati, in ciascun periodo d'imposta. L'eccedenza è deducibile nel limite del 30% del ROL (risultato operativo lordo della gestione caratteristica). Gli interessi indeducibili e il ROL eccedente possono essere portati avanti senza limiti di tempo.

²⁶⁶ Cfr Circolare n. 1/E Agenzia delle Entrate, Roma, 21 aprile 2009.

2.4 Regime attuale

Il regime attuale ai fini delle imposte dirette è il seguente: l'art. 3 comma 115 non è applicabile nel caso di cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili emessi da società con azioni non quotate, ma che siano negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi UE o inclusi nella *white list*²⁶⁷.

La quotazione è un presupposto necessario affinché sia applicabile la sola limitazione *ex art. 96 T.U.I.R.* e deve essere verificata al momento dell'emissione²⁶⁸. Qualora questo requisito non sia verificato, l'art. 3 può essere disapplicato solo qualora siano soddisfatte le seguenti condizioni:

1. titoli sottoscritti e circolanti esclusivamente tra investitori qualificati individuati *ex art. 100 T.U.F.*;
2. tali soggetti non devono detenere direttamente né indirettamente (tramite società fiduciarie o interposta persona) più del 2% del capitale o del patrimonio dell'emittente (ricomprendendosi nel calcolo sia le azioni ordinarie sia quelle speciali, p.e. privilegiate, postergate, di godimento, senza però tener conto delle partecipazioni agli utili derivanti da titoli e strumenti finanziari assimilati alle azioni);
3. il beneficiario effettivo (ossia colui che riceve i pagamenti non come intermediario bensì come intestatario finale) dei proventi sia residenti in Italia o in Stati che consentano un adeguato scambio di informazioni derivante da

²⁶⁷ Art. 32 comma 8 Decreto Sviluppo.

²⁶⁸ Come precisato nella Circolare n. 306 del 23 Dicembre 1996.

un accordo internazionale per evitare la doppia imposizione sul reddito o in ossequio a disposizioni comunitarie in materia di assistenza amministrativa.

Affinché siano deducibili tali interessi passivi, l'emittente deve presentare un'apposita certificazione, scritta e in forma libera, da parte del sottoscrittore o successivo acquirente nella quale si accerti che tale soggetto sia in possesso dei requisiti elencati precedentemente, dichiarazione valida salvo eventuali cambiamenti.

Qualora non siano rispettate tali condizioni, è applicabile la limitazione ex art. 3 comma 115.

L'eventuale indeducibilità si applica *pro quota* in relazione agli interessi detenuti dai soggetti diversi ad quelli individuati precedentemente²⁶⁹.

Infine, l'art. 32 comma 13 del Decreto Sviluppo prevede che le spese di emissione di tali titoli siano deducibili nell'esercizio in cui sono erogate secondo il principio di cassa.

Abbiamo visto che il Decreto Sviluppo ha innovato anche il regime fiscale degli interessi delle obbligazioni partecipative.

A tal riguardo, l'art. 32 comma 24 dispone che qualora l'emissione preveda anche una clausola di subordinazione e il vincolo di distribuzione del capitale sociale nei limiti dei dividendi sull'utile di esercizio, la componente variabile del corrispettivo costituisce oggetto di specifico accantonamento per onere nel conto dei profitti e delle perdite dell'emittente.

Tale parte variabile è computata in diminuzione del reddito di esercizio di competenza, purché il corrispettivo non sia costituito esclusivamente dalla stessa,

²⁶⁹ Come chiarito dalla Relazione all'art. 36 del D.L. n. 97/2012.

consentendo quindi all'emittente la deduzione della remunerazione di tali titoli, collegata ai risultati economici di essa stessa.

La norma deroga all'art. 109 comma 9 lett. a) T.U.I.R.²⁷⁰, e all'art. 107 comma 4 T.U.I.R.²⁷¹, assegnando alla componente variabile il valore di un costo nel periodo d'imposta in cui è prodotto il relativo utile, a prescindere dal principio di competenza.

In ogni caso, l'art. 32 comma 24 si applica alle condizioni che abbiamo appena esaminato in relazione agli interessi passivi di cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili ai fini delle imposte dirette.

L'ultimo aspetto che dobbiamo analizzare riguarda il regime fiscale delle cambiali finanziarie ai fini dell'imposta di bollo.

2.5 Regime fiscale delle cambiali finanziarie

Secondo quanto dispone l'art. 1-*bis* comma 5 L. n. 43/1994 tali titoli emessi in forma dematerializzata sono esenti da detta imposta, ferma restando l'esecutività del titolo. Le cambiali finanziarie non emesse in tale forma sono tuttora soggette all'imposta di bollo nella misura ordinaria dello 0.01%²⁷².

²⁷⁰ “Non è deducibile ogni tipo di remunerazione dovuta” sui titoli e strumenti finanziari comunque denominati ex art. 44 T.U.I.R. per la quota che comporta, direttamente o indirettamente, la partecipazione ai risultati economici dell'emittente, di una società del suo gruppo o di un affare.

²⁷¹ Che vieta deduzioni per accantonamenti diversi da quelli espressamente previsti ex art. 109 comma 1 T.U.I.R.

²⁷² Art. 6 parte I della tariffa di cui all'allegato A del D.P.R. n. 642/1972.

Costituiscono oggetto del Decreto Sviluppo anche i *project bond*, obbligazioni già conosciute dall'ordinamento italiano, emesse dalle società di progetto e disciplinate *ex art.* 157 del Codice dei Contratti Pubblici²⁷³.

La normativa stabilisce quanto segue: “*Le società costituite al fine di realizzare e gestire una singola infrastruttura o un nuovo servizio di pubblica utilità possono emettere, previa autorizzazione degli organi di vigilanza, obbligazioni, anche in deroga ai limiti di cui all’articolo 2412 del Codice civile, purchè garantite pro-quota mediante ipoteca; dette obbligazioni sono nominative o al portatore. I titoli e la relativa documentazione di offerta devono riportare chiaramente ed evidenziare distintamente un avvertimento dell’elevato rischio del debito, secondo modalità stabilite con decreto del Ministro dell’Economia e delle Finanze, di concerto con il Ministro delle Infrastrutture e dei Trasporti*”.

Tale articolo è stato introdotto con la L. n. 415/1998, nella cosiddetta Legge Merloni²⁷⁴ – legge quadro in materia di lavori pubblici – per essere poi trasposto con identico contenuto nel Codice dei Contratti pubblici, dove è rimasto pressoché immutato fino al 2012.

Tuttavia, tale strumento non ha trovato applicazione, sia per la mancanza del decreto attuativo, sia perché, per la sua formulazione, la norma presentava criticità tali da rendere impossibile l'emissione di un *project bond*, per ragioni amministrative e fiscali.

²⁷³ DLgs. n. 163/2006.

²⁷⁴ L. n. 109/1994.

Per quanto riguarda il primo aspetto, era richiesta un'ipoteca che su beni oggetto di concessione non è ordinariamente iscrivibile; sotto il secondo profilo, non era previsto un trattamento agevolato, quindi il regime fiscale era sfavorevole – considerato l'inasprimento delle misure finanziarie – rispetto al finanziamento bancario e alle obbligazioni normalmente collocate sui mercati dei capitali²⁷⁵.

Infatti, la caratteristica di questo strumento, che costituisce un titolo di debito con scadenza di medio – lungo periodo, è l'emissione riservata a società coinvolte nella realizzazione di infrastrutture stradali, reti di telecomunicazione, elettriche e di trasporto del gas, nonché in altri servizi di rilevanza pubblica, per attrarre capitali privati esclusivamente da parte di investitori istituzionali – viene raccolto il capitale, impiegato per il detto programma, e i flussi di cassa generati vengono utilizzati per rimborsare il capitale e remunerare gli investitori²⁷⁶.

Le opere infrastrutturali possono essere finanziate tramite risorse pubbliche o private: le prime comportano spese per i bilanci statali o per le istituzioni internazionali, le seconde derivano tendenzialmente dalle banche.

Ultimamente entrambe queste forme di finanziamento sono in declino, e viste le difficili condizioni di finanza pubblica e del settore bancario, nonché l'aumento della domanda infrastrutturale, i *project bond* costituiscono un'adeguata alternativa nel coinvolgimento di capitali privati in tali progetti,

²⁷⁵ Alessandro Tonetti, *Il finanziamento delle infrastrutture*, Giornale di diritto amministrativo, n. 3/2013, consultabile all'indirizzo http://www.irpa.eu/wp-content/uploads/2011/10/Tonetti_Il-finanziamento-delle-infrastrutture_Gda-3.2013.pdf

²⁷⁶ Carlo Arlotta, Consilia Business Management, *Project Bond: uno strumento per lo sviluppo del Paese*, ABE (Associazione per le banche estere in Italia), consultabile all'indirizzo http://www.banchestere.it/attachments/article/185/Project%20Bond_%20uno%20strumento%20per%20lo%20sviluppo%20del%20Paese.pdf

cosicché il ruolo degli investitori istituzionali, che offrono risorse a lungo termine, è destinato a crescere²⁷⁷.

È in questo contesto che si inserisce la riforma apportata dal Decreto Sviluppo, volta al ripensamento degli investimenti infrastrutturali e alla loro incentivazione, soprattutto dal punto di vista fiscale²⁷⁸.

3.1 Il primo *project bond*

La prima operazione che prevede l'emissione di un *project bond* è considerata quella per il finanziamento del fotovoltaico di Montalto di Castro – Nord del Lazio – nel dicembre del 2010²⁷⁹.

Trattasi di due parchi fotovoltaici con una capacità complessiva di oltre 52 Mw, sviluppati da un'impresa ora controllata da una società statunitense, la *Sunpower*.

Il costo del progetto ammontava a 255 milioni di Euro, di cui il 14% è stato finanziato con *equity* e un prestito subordinato del promotore statunitense; il restante 86% è stato sovvenzionato da alcune banche internazionali tramite cartolarizzazione: una *tranche* delle obbligazioni che ne sono generate è stata sottoscritta dalla BEI - *European Investment Bank* (Banca per gli investimenti

²⁷⁷ Carlo Arlotta, Consilia Business Management, *ibidem*.

²⁷⁸ Andrea Sartori, *I project bond in Italia: problemi e prospettive*, Centro di ricerche in analisi economica e sviluppo economico internazionale, Università Cattolica del Sacro Cuore, Ottobre 2013, consultabile all'indirizzo http://centridiricerca.unicatt.it/cranec_crn1303.pdf

²⁷⁹ Andrea Sartori, *ibidem*.

europei) – l'altra da investitori istituzionali, con la garanzia della Sace²⁸⁰ – gruppo assicurativo finanziario attivo nell'*export credit*, nell'assicurazione del credito, nella protezione degli investimenti, nelle garanzie finanziarie, nelle cauzioni del *factoring*.

La presenza di questa seconda operazione in qualche modo snatura la sostanza della prima, per cui non possiamo parlare di *project bond* in senso stretto.

È da precisare che questo progetto ha beneficiato di un importante sistema di incentivi e regolamentazione da parte dell'Autorità per l'energia elettrica; inoltre l'operazione trova il suo fondamento giuridico in circa 30 contratti con notevoli complessità di strutturazione; infine si è trattato di un'iniziativa privata, finanziata da titoli con un *rating*, collocati presso investitori istituzionali e quotati sul mercato obbligazionario di Dublino²⁸¹.

L'importanza dell'operazione discende dal fatto che essa costituisce il prototipo giuridico e finanziario per progetti simili o anche più complessi, riguardanti le opere d'interesse pubblico che necessitano di un supporto diretto dello stato.

Possono infatti essere tracciati i tratti fondamentali delle operazioni aventi ad oggetto i *project bond*: la sicurezza dei tempi, dei costi, del quadro tariffario e

²⁸⁰Dario Scannapietro, *Un project bond per la ripresa europea*, Il Sole24Ore, Dicembre 2010, consultabile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2010-12-14/project-bond-ripresa-europea-063850.shtml?uuiid=AYmIqWrC>

²⁸¹ Dario Scannapietro, *ibidem*.

del ruolo dei soggetti pubblici – quali la Bei e la Sace²⁸² – nonché la struttura del *project financing*²⁸³.

Relativamente al ruolo dei soggetti pubblici, la Commissione Europea, con l’iniziativa *Europe 2020 Project Bond Initiative* – in cui tale essa ha sottolineato come tale strumento possa favorire la crescita dell’Unione Europea – si è proposta di fornire un supporto al mercato delle infrastrutture, finanziando i progetti insieme alla Bei, presentando un piano di investimento pari a 50 miliardi di Euro per migliorare le reti europee dei trasporti, dell’energia e del digitale, da impiegare tra il 2014 e il 2020²⁸⁴.

Al giorno d’oggi possiamo distinguere due tipi di titoli, a livello internazionale: i *greenfield* – letteralmente “prato verde”, utilizzati per operazioni relative al finanziamento di nuove opere, in fase di realizzazione – e i *brownfield* – “prato marrone” per il rifinanziamento del debito contratto dal concessionario per opere già realizzate o in corso di realizzazione²⁸⁵.

Con riferimento ai primi, l’emissione è assistita da una garanzia rilasciata per la durata del periodo di costruzione e di avvio della gestione dell’infrastruttura o del servizio di pubblica utilità, fino alla loro entrata a regime; relativamente ai secondi, le garanzie possono essere rilasciate anche successivamente all’avvio della gestione dell’infrastruttura, compatibilmente con le previsioni del piano economico finanziario vigente²⁸⁶.

²⁸² Dario Scannapietro, *ibidem*.

²⁸³ Forma di partenariato pubblico-privato di tipo contrattuale, che identifica un sistema di realizzazione di lavori pubblici tramite il finanziamento privato (<http://territoireinnovazione.mit.gov.it/tipologie-di-ppp/project-finance.html>)

²⁸⁴ Carlo Arlotta, Consilia Business Management, *Project bond*, cit. nota 91.

²⁸⁵ *Brownfield*, consultabile all’indirizzo <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/brownfield.html>

²⁸⁶ Carlo Arlotta, Consilia Business Management, *Project bond*, cit. nota 91.

3.2 I *project bond* in Italia

Per quanto concerne la situazione italiana, a partire dal 2011, è emersa la necessità di rilanciare le infrastrutture e le risorse per il finanziamento; sono stati quindi emanati cinque decreti legge²⁸⁷ con lo scopo di rinnovare la disciplina del *project financing* e il relativo trattamento fiscale, e tra questi interventi, tre decreti legge e un decreto interministeriale costituiscono il punto di riferimento per la svolta.

Trattasi del Decreto Cresci – Italia, dei due Decreti Sviluppo e del decreto interministeriale 7 Agosto 2012, che hanno innovato la normativa dei *project bond* non solo dal punto di vista fiscale, ma anche la configurazione giuridica sotto il profilo civilistico – amministrativo, dei soggetti coinvolti e delle modalità di attuazione.

Il primo intervento, il Decreto Cresci-Italia – o liberalizzazione – ha modificato i caratteri generali dello strumento, tramite una ridefinizione delle discipline relative alle obbligazioni emesse dalle società di progetto e titolari di un contratto di partenariato pubblico privato²⁸⁸ – PPP – limitandone la sottoscrizione agli investitori istituzionali, prevedendo la garanzia del sistema finanziario ed estendendo la disciplina speciale alle società non titolari di un contratto di PPP,

²⁸⁷ D.L. n. 201/2011; D.L. n. 1/2012; D.L. n. 5/2012; D.L. n. 83/2012; D.L. n. 179/2012.

²⁸⁸ Forma di cooperazione tra poteri pubblici e privati, con l'obiettivo di finanziare, realizzare e gestire infrastrutture o fornire servizi di interesse pubblico. La cooperazione con i privati consente all'amministrazione di aumentare le proprie risorse, acquisendo soluzioni innovative. Può avere natura contrattuale, e quindi i due soggetti regolano i loro interessi su base convenzionale, oppure istituzionale, per cui la cooperazione avviene grazie ad un soggetto giuridico distinto (nella specie, una società di capitali a partecipazione mista). *Partenariato pubblico privato*, consultabile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Diritto/P/Partenariato-pubblico-privato.shtml?uuid=472f2272-58b8-11dd-9534-b5e47a9a4888&DocRulesView=Libero>

ma di autorizzazioni alla costruzione di reti di trasporto e stoccaggio gas e di energia elettrica.

Il profilo fiscale è stato oggetto del Decreto Sviluppo, tema principale della nostra disamina.

Grazie ad esso è stato possibile applicare ai *project bond* il regime di tassazione più favorevole previsto per i titoli di debito pubblico, equiporarli ai finanziamenti di progetto ordinari per quanto concerne la deducibilità degli oneri finanziari, prevedere un'imposizione fiscale su base fissa per le imposte d'atto.

Il secondo Decreto Sviluppo ha poi esteso la possibilità di emettere queste obbligazioni anche alle società *in house*²⁸⁹ di servizi pubblici e di telecomunicazioni. Relativamente al decreto ministeriale, esso ha definito le modalità di prestazione delle garanzie, individuando le finalità, l'ambito di applicazione e i soggetti garanti²⁹⁰.

C'è da precisare che, come nel caso dei *mini bond*, anche qui siamo di fronte ad uno strumento alternativo, e non sostitutivo, dei finanziamenti bancari e delle modalità classiche di finanziamento da parte dello Stato, e ciò per incentivare la realizzazione delle opere pubbliche attraverso capitali privati.

Per quanto concerne poi la natura del *project bond*, esso non può essere considerato propriamente né pubblico né privato: è un ibrido tra i classici titoli di Stato, i cosiddetti *government bond* – emessi dal pubblico per finanziarsi, ottenendo maggiore liquidità disponibile – e i *corporate bond* – emessi da privati per la medesima finalità.

²⁸⁹ Trattasi di enti di diritto privato (S.p.A. o S.r.l. partecipate direttamente o indirettamente dallo Stato, dalle regioni o dagli enti locali, che affidano loro attività strumentali o di produzione ([http://www.treccani.it/enciclopedia/societa-pubbliche_\(Diritto_on_line\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/societa-pubbliche_(Diritto_on_line)/))

²⁹⁰ Andrea Sartori, *I project bond in Italia*, cit. nota 93.

Nel nostro caso, abbiamo uno strumento emesso da privati, per il finanziamento di progetti infrastrutturali e simili a matrice pubblicistica, quindi con il necessario coinvolgimento della pubblica amministrazione²⁹¹.

3.3 La struttura di un *project bond*

Andando ad analizzare nello specifico i *project bond*, dobbiamo definire preliminarmente cosa si intende per finanza e società di progetto – come abbiamo visto in precedenza, essi sono emessi per finanziare la realizzazione di opere pubbliche, e affinché queste si concretizzino, è necessario effettuare preliminarmente un affidamento di concessione, attraverso uno specifico bando di gara da parte dell'amministrazione interessata.

Ritroviamo tali termini negli articoli 153 e 156 del Codice dei contratti pubblici.

Con il primo termine – idoneo per tutte le iniziative di partenariato pubblico privato - si intendono le regole preposte alla collaborazione tra pubblica amministrazione e privati per la realizzazione di iniziative infrastrutturali o di pubblica utilità.

La norma²⁹² specifica chiaramente che per il compimento di tali opere, connotate dalla redditività²⁹³, le amministrazioni aggiudicatrici possono assegnare una concessione sulla base di uno studio di fattibilità, tramite pubblicazione di un

²⁹¹ Andrea Sartori, *ibidem*.

²⁹² Art. 153 comma 1.

²⁹³ *Project financing*, consultabile all'indirizzo http://www.treccani.it/diritto/approfondimenti/diritto_amministrativo/project_financing.html

bando finalizzato all'esibizione di offerte che prevedano l'uso di risorse completamente o parzialmente a carico dei soggetti proponenti.

Un'operazione in finanza di progetto si connota per due elementi fondamentali: l'impiego di risorse private e la pubblica utilità²⁹⁴.

Relativamente alla società di progetto, si tratta di uno SPV – *Special Purpose Vehicle* – ossia una società economicamente e giuridicamente separata dai promotori, ma creata appositamente per il compimento di detto progetto, e che agisce quale controparte tra tutti i soggetti coinvolti nell'operazione di *project financing*.

L'art. 156 statuisce che il bando di gara debba indicare l'ammontare minimo del capitale di detta società.

Quando il concorrente si aggiudica la concessione, vi è il subentro automatico della società nel rapporto di concessione, senza necessità di approvazione o autorizzazione: non siamo di fronte alla fattispecie della cessione di contratto, quindi la società diviene aggiudicataria a titolo originario, sostituendo il concorrente in tutti i rapporti con l'amministrazione concedente²⁹⁵.

Per quanto concerne i soggetti che possono emettere i *project bond*, essi sono individuati dall'art. 157 del D.L. n. 163/2006:

-) società di progetto (S.p.A. o S.r.l., anche consortili);
-) società titolari di contratti aventi per oggetto una o più prestazioni riguardanti un'opera pubblica o di pubblica utilità, o la fornitura di un servizio;

²⁹⁴ Andrea Sartori, *I project bond in Italia*, cit. nota 93.

²⁹⁵ Andrea Sartori, *ibidem*.

- J società titolari di autorizzazioni alla costruzione di infrastrutture di trasporto di gas e di concessioni di stoccaggio, o di infrastrutture facenti parte del piano di sviluppo della rete di trasmissione nazionale dell'energia elettrica;
- J società titolari delle autorizzazioni per la costruzione e l'esercizio dei terminali di rigassificazione di gas naturale liquefatto, o per gli interventi urgenti in materia economico-finanziaria e per lo sviluppo e l'equità sociale;
- J società titolari delle autorizzazioni per la realizzazione di reti di comunicazione elettronica di cui al D.L. n. 259/2003;
- J società titolari delle licenze individuali per l'installazione e la fornitura di reti di telecomunicazioni pubbliche²⁹⁶.

Quanto alla sottoscrizione, essa è riservata agli investitori qualificati:

- J cliente professionale privato – con l'esperienza, la conoscenza e la competenza necessarie per assumere consapevolmente le decisioni in materia di investimenti, valutandone correttamente i rischi;
- J cliente professionale pubblico²⁹⁷.

I *project bond* presentano diversi vantaggi per entrambe i soggetti: gli emittenti possono ottenere la liquidità necessaria per l'avvio di progetti altrimenti bloccati per l'assenza di fondi, anche qualora non sia possibile l'emissione di azioni o il ricorso alla leva finanziaria tradizionale.

È inoltre prevista la prestazione di una garanzia – *wrap* – da parte del sistema finanziario, delle fondazioni (comprese quelle a partecipazione pubblica)

²⁹⁶ Carlo Arlotta, Consilia Business Management, *I project bond*, cit. nota 91.

²⁹⁷ Carlo Arlotta, Consilia Business Management, *ibidem*.

e dei fondi privati; ciò per evitare che il rischio sia assunto interamente dai sottoscrittori, i quali saranno maggiormente tutelati da una maggiore trasparenza delle operazioni eseguite.

Relativamente a questi ultimi, possono beneficiare di una tassazione agevolata sulle rendite finanziarie, bloccata al 12.5% – come per i titoli di Stato, e non al 20%, come per le azioni e obbligazioni tradizionali. I titoli fruiscono della garanzia della Cassa Depositi e Prestiti e della Sace, il che aumenta la sicurezza degli investimenti.

L'emissione dei *bond* può essere suddivisa in *tranche* con differente *seniority*²⁹⁸ e rendimento – che diminuirà all'aumentare della sicurezza del *bond* sottoscritto²⁹⁹.

Il coinvolgimento dei privati ha un impatto positivo sull'efficienza dei progetti, poiché la remunerazione è direttamente collegata al successo del piano, per cui bisogna dimostrare l'economicità di esso per la raccolta dei capitali. Inoltre per gli investitori, la sottoscrizione di un *project bond* costituisce uno strumento di diversificazione del portafoglio finanziario³⁰⁰.

Quanto alla prestazione delle garanzie, in attuazione dell'art. 157, il decreto 7 Agosto 2012, nei suoi quattro articoli, definisce finalità, ambito di applicazione, soggetti garanti e modalità operative.

L'art. 1 statuisce la possibilità di prestare garanzie per ridurre il rischio per gli investitori, migliorando il merito di credito della relativa emissione.

²⁹⁸ Grado di priorità in caso di fallimento e liquidazione dell'emittente. Una maggiore *seniority* comporta una maggiore priorità nella ripartizione dell'attivo, mentre un titolo *junior* si avvicina all'*equity* (Grasso R., Linciano N., Pierantoni L., Siciliano G., *Le obbligazioni emesse dalle banche italiane*, Quaderni di Finanza, Consob, Luglio 2010 n. 67).

²⁹⁹ Carlo Arlotta, Consilia Business Management, *I project bond*, cit. nota 91.

³⁰⁰ Carlo Arlotta, Consilia Business Management, *ibidem*.

Trattasi di una mera facoltà, ma considerati i vantaggi che ne derivano per il *rating* sui titoli e l'incentivo alla sottoscrizione, le emissioni sono sempre assistite da una garanzia; l'art. 2 concerne l'ambito applicativo, e lo abbiamo analizzato precedentemente trattando dei *greenfield* e dei *brownfield*; i soggetti garanti sono elencati all'art. 3, che individua:

-) banche italiane e comunitarie, o extracomunitarie autorizzate ad operare in Italia con o senza succursale;
-) intermediari finanziari non bancari, ma iscritti all'albo;
-) imprese assicurative autorizzate o ammesse in regime di libera prestazione di servizi all'attività di assicurazione relativa al ramo danni;
-) Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.;
-) SACE S.p.A.;
-) Banca europea degli Investimenti.

Trattasi quindi di soggetti economici privati, o interessati all'operazione per valutazioni economiche, nonché soggetti a "missione pubblica" (Cassa Depositi e Prestiti e SACE) e un'istituzione finanziaria dell'UE.

Infine, relativamente alle modalità operative, l'art. 4 chiarisce che le garanzie possono essere dirette o controgaranzie, e devono essere esplicite, irrevocabili, incondizionate e stipulate in forma scritta; quelle dirette potranno assumere la forma di fidejussioni, le controgaranzie saranno prestate sottoforma di ipoteca o pegno.

È inoltre necessaria un'analisi del merito creditizio della società emittente e della sostenibilità economico finanziaria degli investimenti, tenendo conto della redditività dell'opera, sulla base del relativo piano economico finanziario.

L'articolo specifica poi che la garanzia riguarda il rischio di inadempimento del debitore principale per capitale e interessi, che può essere escussa in seguito ad uno o più mancati pagamenti, in caso di insolvenza, assoggettamento a fallimento o altra procedura concorsuale di liquidazione.

Nel documento di offerta per gli investitori – *offering circular* – devono essere specificati i soggetti garanti e la somma garantita da ciascuno³⁰¹.

Ritornando all'art. 157, esso introduce elementi innovativi per derogare ai limiti di natura civilistica e amministrativa.

Innanzitutto il primo comma statuisce la possibilità di emettere obbligazioni e titoli di debito in deroga agli articoli 2412 e 2483 c.c., senza prevedere ulteriori presupposti; nello specifico, è previsto che i *project bond* siano trasferibili solo ad investitori qualificati – categoria più ampia di quella degli istituzionali – e nominativi, anziché al portatore, per consentire una maggiore tracciabilità tra i sottoscrittori e successivi possessori.

Il comma 2 prevede che sui titoli e sulla documentazione di offerta debba essere chiaramente riportato l'avvertimento circa l'alto profilo di rischio dell'operazione – ciò fa presumere che i titoli non possano circolare virtualmente, ma necessariamente su un supporto cartolare³⁰².

³⁰¹ Carlo Arlotta, *Consilia Business Management*, *ibidem*.

³⁰² Aldo Bompani, Edoardo Catelani, *Project bond & commercial paper. Obbligazioni garantite, subordinate, partecipative e cambiali finanziarie alla ricerca di investitori qualificati*, FrancoAngeli 2012, pag 26.

3.4 Regime fiscale

Passando ora al regime fiscale introdotto dal Decreto Sviluppo, esso riguarda gli interessi per la sottoscrizione di *project bond*, la loro deducibilità a carico degli emittenti e le imposte concesse alle garanzie.

Abbiamo precedentemente accennato che gli interessi derivanti dai *project bond* sono sottoposti al regime previsto per i titoli del debito pubblico – imposta sostitutiva del 12.5 % se percepiti da soggetti nettisti³⁰³, esclusione dal prelievo se riconosciuti a soggetti lordisti³⁰⁴ residenti, esenzione per percettori residenti in Paesi *white list*³⁰⁵ – pur avendo natura privatistica.

Per quanto concerne le condizioni di deducibilità degli interessi passivi, il Decreto ha equiparato le società emittenti *project bond* alle banche, in modo tale che gli interessi sono deducibili indipendentemente dai tassi di rendimento assicurati.

Relativamente alle imposte indirette applicabili sulle garanzie, è stato introdotto un regime di favore rispetto al finanziamento bancario, infatti esse sono soggette alle imposte di registro, ipotecarie e catastali in misura fissa, *id est* 168 Euro per ciascuna imposta applicabile, con un limite temporale: tale regime è applicabile ai soli *bond* emessi nei tre anni successivi alla data di entrata in vigore del decreto (26 giugno 2015) – il Governo Letta, con il Decreto del “fare”³⁰⁶, ha reso permanente tale disciplina, conservando la limitazione dei tre anni solo per la

³⁰³ Investitore al quale è applicata la ritenuta alla fonte sulle plusvalenze derivanti dall’operatività in strumenti finanziari. *Nettista*, consultabile all’indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Nettista>

³⁰⁴ Investitore nei cui confronti le plusvalenze di un investimento in strumenti finanziari sono tassate secondo il regime della dichiarazione. *Lordista*, consultabile all’indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Lordista>

³⁰⁵ Agenzia delle Entrate Circolare 4/E, cit. nota 60

³⁰⁶ D.L. n. 69/2013.

previsione che estende agli interessi dei *project bond* lo stesso trattamento riservato ai titoli del debito pubblico³⁰⁷.

3.5 Operatività, impatto sulle imprese e successo dei *project bond*

Basandoci su quanto previsto nel Decreto Sviluppo, quindi, gli ostacoli civilistici e amministrativi appaiono superati.

I *project bond* costituiscono uno strumento obbligazionario di natura privatistica che non grava sul debito pubblico, secondo quanto stabilito dalle decisioni europee e da EUROSTAT³⁰⁸ per il trattamento contabile di operazioni di partenariato pubblico privato. Stando a quanto affermato recentemente dalla Corte dei Conti³⁰⁹, il successo di questi strumenti si fonda sulla definizione di un quadro regolatorio chiaro, un trattamento fiscale attraente, un'attenzione particolare alla definizione dei progetti delle opere. I primi due requisiti si ritengono soddisfatti³¹⁰.

Quanto all'operatività dei *project bond*, bisogna distinguere la fase di costruzione, in cui l'emissione dovrebbe sostituire completamente il debito bancario, e la fase di gestione, in cui viene rifinanziato il debito erogato dagli

³⁰⁷ Carlo Arlotta, Consilia Business Management, *I project bond*, cit. nota 91.

³⁰⁸ EUROSTAT, *New decision of Eurostat on deficit and debt – Treatment of public-private partnerships*, STAT/04/18, 11 Febbraio 2004.

³⁰⁹ Corte dei Conti, *Rapporto 2013 sul coordinamento della finanza pubblica*, maggio 2013.

³¹⁰ Caccia R., Di Pillo V., *I project bond: profili civilistici, contabili e fiscali*, *Bilancio&Imposte*, n. 1/2013.

istituti bancari, per ridurre il costo dell'indebitamento della concessionaria e il rischio delle banche coinvolte³¹¹

Gli ulteriori vantaggi arrecati dai *project bond* riguardano la loro strutturazione finanziaria, dal momento che i costi di finanziamento sono inferiori rispetto ai prestiti bancari, ricoprendo un arco temporale maggiore; la possibilità di emettere obbligazioni in deroga ai limiti civilistici consente di massimizzare la leva finanziaria, per renderla adeguata al finanziamento dal progetto da realizzare, superando così l'avversione degli istituti di credito al rischio degli investimenti a lungo termine.

Attività queste ultime che costituiscono l'oggetto principale degli investitori istituzionali, che ne necessitano per fronteggiare i loro impegni.

La flessibilità che caratterizza questi strumenti, integrativi e non sostitutivi di altre forme di finanziamento, consente di realizzare schemi di finanziamento innovativi, combinando l'*equity*, il mercato bancario e dei capitali.

L'ultima notazione, per avere un quadro completo sui *project bond*, riguarda il contesto in cui essi si collocano: il settore della spesa pubblica per infrastrutture e il quadro normativo, con particolare riferimento agli schemi di partenariato pubblico privato, sono attualmente oggetto di rilancio da parte dello Stato, che nell'ultimo decennio ha dato priorità alla spesa corrente per prestazioni sociali.

Anche la Corte dei Conti ha sottolineato l'importanza di queste operazioni, che non hanno impatto sul debito e non possono essere contabilizzate tra i vincoli all'indebitamento degli enti locali³¹².

³¹¹ Carlo Arlotta, Consilia Business Management, *I project bond*, cit. nota 91.

³¹² Corte dei Conti, *Rapporto 2013*, cit. nota 124.

Oggi si ritiene che il finanziamento e l'attrazione di capitali privati assuma un ruolo cruciale per il miglioramento e il potenziamento della rete infrastrutturale, e che da ciò ne derivino benefici in termini di produttività, competitività e potenzialità dell'economia italiana³¹³.

4. Altri interventi normativi a sostegno delle imprese

L'intervento del Governo non si è limitato al Decreto Sviluppo. Nel corso della trattazione abbiamo citato molteplici provvedimenti finalizzati al rilancio delle PMI, e tra questi merita un approfondimento il "Decreto Competitività"³¹⁴. Sono rilevanti le novità introdotte da esso; analizziamole nello specifico.

4.1 Il Decreto Competitività

Viene innanzitutto ampliata la tipologia di intermediari finanziari che possono erogare credito alle imprese: questa possibilità è infatti estesa alle imprese assicurative, alle società di cartolarizzazione di crediti e agli organismi di investimento collettivo di risparmio, in modo da favorire sia la crescita della PMI, sia di questi soggetti.

³¹³ Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Documento di Economia e Finanza. Linee guida. Allegato infrastrutture 2013/2015*, Aprile 2012.

³¹⁴ D.L. n. 91/2014.

La novità legislativa è introdotta dall'art. 22 di tale Decreto, che modifica l'art. 38 del "Codice delle Assicurazioni"³¹⁵: è specificato che tra i soggetti da finanziare non rientrano le microimprese, e vengono poste le condizioni per l'erogazione del prestito: i prenditori devono essere individuati da una banca o da un intermediario finanziario iscritto all'albo, di cui all'art. 106 TUB; questi due soggetti devono avere un interesse economico nell'operazione pari al 5% del finanziamento concesso, trasferibile ad altro istituto di credito o intermediario; l'impresa finanziata deve dotarsi di un adeguato sistema di controllo interno e gestione dei rischi, nonché di un idoneo livello di patrimonializzazione.

Il Codice delle Assicurazioni consente una deroga relativamente alla scelta dei soggetti da finanziare, che possono essere individuati direttamente dall'assicurazione, previa autorizzazione dell'IVASS.

Inoltre quest'ultima ha emanato il provvedimento n. 22, modificando il Regolamento n. 36/2011 – concernente le linee guida su investimenti e attivi a copertura di riserve tecniche – recante la disciplina di dettaglio sull'erogazione dei finanziamenti.

L'entità del prestito varia a seconda che l'impresa prenditrice sia selezionata da una banca o dall'assicurazione stessa.

Nel primo caso, i finanziamenti sono suddivisi in tre classi, cui corrisponde un limite percentuale massimo, calcolato in base ai requisiti posseduti dall'impresa: alla prima classe corrisponde un finanziamento pari al 5% delle riserve tecniche da coprire, che l'impresa può investire in società dotate di elevato merito creditizio, il cui bilancio sia certificato da parte di un revisore debitamente

³¹⁵ D. Lgs n. 239/2005.

autorizzato, e rispetto alla quale la banca o l'intermediario detenga una percentuale del finanziamento non inferiore al 5%, e abbiano diritto al pagamento degli interessi e alla restituzione del capitale; alla seconda classe coincide un finanziamento pari al 2.5% delle riserve tecniche da coprire, che può essere erogato nei confronti delle stesse società appartenenti alla prima classe, ma che non siano dotate di bilancio revisionato e/o elevato merito creditizio; infine, all'ultima classe corrispondono finanziamenti pari all'1% delle riserve, da concedere ad imprese non in possesso dei requisiti sopra citati.

Quando invece le società da sostenere sono selezionate direttamente dall'assicurazione, sarà l'IVASS a stabilire l'ammontare di attivo che potrà essere impiegato a copertura delle riserve tecniche – che non potrà comunque essere superiore al 5% delle riserve tecniche e non potrà essere erogato in favore di soggetti legati all'impresa da rapporti di controllo o partecipazione.

Sono inoltre vietati gli investimenti in finanziamenti deteriorati di cui alla Circolare della Banca d'Italia n. 272/2008³¹⁶.

Affinché queste operazioni possano essere attuate, è necessario che le assicurazioni inviino informazioni periodiche alla Banca d'Italia, che disciplinerà i termini e le modalità di partecipazione delle medesime alla Centrale dei Rischi, per monitorare la loro esposizione creditizia.

³¹⁶ La circolare è stata aggiornata il 20 gennaio 2015 affinché la disciplina delle attività finanziarie deteriorate sia allineata alle nuove nozioni di *Non-Performing Exposures* e *Forbearance*, introdotte dall'Autorità Bancaria Europea, ed approvate dalla Commissione Europea. Secondo la nuova normativa, le attività deteriorate sono ripartite in categoria delle sofferenze, inadempienze probabili, esposizione scadute e/o sconfinanti deteriorate. La somma di queste categorie corrisponde ai *Non-Performing Exposures*; viene poi introdotta la categoria delle esposizioni oggetto di concessioni (*Forbearance*) ed eliminata quella delle esposizioni incagliate e ristrutturate. (Circolare n. 272 del 30 luglio 2008 (Fascicolo «Matrice dei conti») - 7° aggiornamento del 20 gennaio 2015).

Sono infine previste importanti agevolazioni fiscali: è esteso il regime dell'imposta sostitutiva previsto dall'art. 17 del Decreto del Presidente della Repubblica n. 601/1973³¹⁷, ed è stato inserito il comma 5-bis nell'art. 26 del Decreto del Presidente della Repubblica n. 600/1973, con il fine di estendere l'esenzione della ritenuta alla fonte sugli interessi derivanti da finanziamenti a medio-lungo termine alle imprese³¹⁸.

Questo intervento è motivato, come anche il Decreto Sviluppo, dalla necessità di trovare soluzioni alternative al credito bancario, pur non essendo questa scelta esente da rischi.

Le assicurazioni, ad oggi, non sono infatti dotate di competenze necessarie per gestire i rischi relativi all'erogazione del credito, e sono sprovviste di sistemi di valutazione del merito creditizio, da sempre appannaggio delle banche – ragione per cui è dettata una disciplina maggiormente favorevole per l'erogazione effettuata nei confronti di imprese individuate da istituti di credito o altri intermediari.

Questa nuova disciplina potrebbe configurare un rischio di selezione avversa³¹⁹ e di arbitraggio regolamentare³²⁰: sotto il primo profilo, è possibile che le banche rilascino alle assicurazione solamente i crediti più deteriorati, ritirandosi poi dalla *partnership*; sotto il secondo profilo, nei gruppi misti bancario-assicurativi, i crediti potrebbero essere trasferiti dai primi ai secondi

³¹⁷ Tale imposta sostitutiva comprende anche le imposte di bollo e di registro, ipotecarie e catastali e le tasse sulle concessioni governative sugli altri atti ed operazioni poste in essere per il funzionamento e lo svolgimento dell'attività.

³¹⁸ Giulia Mele, *Finanziamenti alla PMI da parte delle imprese assicurative*, Dicembre 2014, consultabile all'indirizzo <https://www.finriskalert.it/?p=1935>

³¹⁹ Giorgio Gobbi, Audizione nell'ambito dell'esame del disegno di legge n. 1541, concernente la conversione in legge del decreto legge 24 giugno 2014, n.91, Banca d'Italia.

³²⁰ Salvatore Rossi, *Una finanza per lo sviluppo*, Conferenza del Direttore Generale della Banca d'Italia e Presidente dell'IVASS, Sondrio, 12 Settembre 2014 .

esclusivamente per eludere la disciplina in materia di patrimonializzazione delle banche.

Tali rischi possono essere scongiurati quando le assicurazioni si doteranno di idonei presidi di *governance* e, tramite il completamento del processo di recepimento di *Solvency II*³²¹, saranno colmate le differenze normative tra il settore bancario ed assicurativo³²².

Un altro importantissimo intervento è quello relativo all'intervento del Fondo di Garanzia per le PMI esteso ai *mini bond*.

4.2 Il Fondo di Garanzia per le PMI

Il Fondo è uno strumento istituito con L. n. 662/92³²³, ed è operativo dal 2000, con l'obiettivo di favorire l'accesso alle fonti di finanziamento alle piccole e medie imprese, tramite una garanzia pubblica che si affianca o spesso sostituisce quelle reali concesse dalle imprese.

³²¹ Direttiva 2009/138/CE relativa al settore assicurativo, analoga a quanto previsto da Basilea II per le banche. Tale impianto si articola su tre pilastri: uno relativo ai requisiti finanziari, uno concernente requisiti qualitativi e l'attività di vigilanza; uno dedicato all'informativa e alla disciplina di mercato. Con riguardo al primo elemento, è richiesto un requisito patrimoniale – il *Solvency Capital Requirement (SCR)* – corrispondente al *Value at Risk* dei fondi propri dell'impresa con riferimento ad un livello di confidenza del 99.5% e ad un orizzonte temporale di un anno; il *Minimum Capital Requirement (MCR)* costituisce invece la soglia patrimoniale minima al disotto della quale il livello di rischio è inaccettabile per gli assicurati. In relazione al secondo pilastro, è previsto che l'impresa effettui regolarmente una propria valutazione dei rischi e della solvibilità, ed è inoltre riconosciuto ai *supervisors* il potere di imporre alle imprese requisiti patrimoniali aggiuntivi. Relativamente al terzo pilastro, si ritiene debba essere utilizzato un approccio *mark to market* – a valore di mercato – per misurare il valore economico delle attività e passività sulla base dei prezzi prontamente disponibili, altrimenti *mark to model* – metodo basato su modelli che utilizzano come *input* valori di mercato. (Colivicchi I., *Il bilancio assicurativo nell'ottica di Solvency 2 e dei principi IAS/IFRS*, Università degli studi di Firenze, Settembre 2011)

³²² Giulia Mele, *Finanziamenti alla PMI*, cit. nota 133.

³²³ Art. 2 comma 100, lettera a.

Esse, quindi, hanno la possibilità di ottenere finanziamenti senza necessità di prestare ulteriori garanzie – basti pensare che oltre il 99% delle imprese ha ottenuto prestiti grazie a detto Fondo, senza presentare garanzie reali³²⁴.

L'operatività di detto Fondo è fondamentale poiché genera un importante effetto leva, capace di moltiplicare le risorse pubbliche, costituendo quindi un efficace strumento di politica industriale che presenta un rapporto costi/benefici inferiore a qualsiasi altra agevolazione: è stimato che per ogni euro del Fondo, se ne attivano 16 di finanziamenti per le PMI; è inoltre un fondo rotativo, che reimpiega quindi più volte le risorse assegnate, una volta che siano state rimborsate³²⁵.

L'intervento del Fondo si rivela particolarmente efficace per sostenere le *start-up*.

In questo modo, il rischio per le banche sulla quota di finanziamento garantita è pari a zero, e la garanzia ad ultima istanza dello Stato permette di ridurre il fabbisogno di capitale ai fini del patrimonio di vigilanza, consentendo di praticare condizioni di miglior favore alle imprese finanziate³²⁶.

³²⁴ Ministero dello Sviluppo Economico, *Fondo di garanzia per le PMI*, consultabile all'indirizzo <http://www.mise.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/fondo-di-garanzia-per-le-pmi?layout=list>

³²⁵ *Idem*, *Fondo di Garanzia: i benefici per il sistema*, consultabile all'indirizzo www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/?option=com_content&view=article&viewType=1&id=2016435

³²⁶ Guglielmo Belardi, *I mini bond: nuovi canali di finanziamento alle imprese a supporto della crescita e dello sviluppo*, Link Campus University, Roma, 15 Luglio 2015, consultabile all'indirizzo http://www.unilink.it/wp-content/uploads/150715_FdG_mini-bond_LCU_Belardi_fascicolo.pdf

4.3 Il Decreto Destinazione Italia

Le novità introdotte in attuazione del Decreto Destinazione Italia³²⁷ riguardano la regolamentazione della cartolarizzazione dei *mini bond* e la possibilità per le imprese di beneficiare della garanzia del Fondo per singole operazioni di sottoscrizione di *mini bond*.

Quanto alla prima innovazione, l'art. 12 comma 1 del Decreto ha modificato la L. 130/1999 sulla cartolarizzazione, con lo scopo di semplificare i processi di strutturazione e di attrarre investitori istituzionali nella sottoscrizione dei titoli derivanti da tale operazione.

È stato infatti aggiunto il comma 1-*bis*, prevedendo che la normativa contenuta nella legge sia applicabile anche alle operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto obbligazioni e titoli simili, esclusi i titoli partecipativi, ibridi e convertibili.

Questa modifica permette di creare nuovi veicoli di investimento operanti come sottoscrittori di tali strumenti, aumentando il numero di acquirenti e quindi la diffusione dei *mini bond*.

Il Decreto consente inoltre l'acquisto dei titoli cartolarizzati da parte di investitori quali le imprese di assicurazione, anche con la garanzia del Fondo centrale per le PMI.

Dal punto di vista operativo, la cartolarizzazione consta di 5 fasi:

-) emissione dei *mini bond* da parte della PMI;

-) sottoscrizione da parte di un intermediario bancario;

³²⁷ Decreto n. 145/2013, convertito dal decreto-legge n.9/2014.

- J cessione da parte di quest'ultimo – *originator* – di una parte o di tutte le obbligazioni, emesse dalla PMI, che ha nel portfolio, ad una SPV creata *ad hoc*;
- J emissione dei titoli cartolarizzati;
- J sottoscrizione dei *mini bond* cartolarizzati da parte di investitori istituzionali qualificati e acquisto in base alla propria propensione al rischio.

Nel modo in cui è strutturata, la cartolarizzazione arreca benefici alla banca, che smobilizza il portafoglio obbligazionario, ma anche all'impresa, poiché essa dovrà necessariamente entrare in contatto con l'istituto di credito, dando potenzialmente origine ad una *partnership* per i futuri progetti di investimento; la banca ha inoltre la possibilità di esaminare le PMI, creando modelli di valutazione *ad hoc* per quelle che decidono di finanziarsi sul mercato dei capitali di debito³²⁸.

Gli ulteriori vantaggi della cartolarizzazione concernono una condivisione del rischio da parte della banca, che sottoscrive i titoli, la possibilità di frazionare il portfolio, la possibilità per la stessa PMI che ha emesso il *mini bond* di sottoscrivere il titolo cartolarizzato in *tranche junior*, per non parlare della maggiore conoscibilità di questo strumento presso gli investitori qualificati esteri.

Il Decreto statuisce anche che i titoli derivanti da tale operazione, aventi ad oggetto *mini bond* pur privi di *rating* o non destinati alla negoziazione in mercati regolamentati, e quote di fondi che investono in tali strumenti, costituiscono attivi

³²⁸ Pierpaolo Mastromarini, *Cartolarizzazione di minibond*, 14 Maggio 2015.

idonei a copertura delle riserve tecniche delle imprese di assicurazione, e sono compatibili con i limiti di investimento dei fondi pensione³²⁹.

Il comma 1 lettera H dell'art. 12 del Decreto ha introdotto la possibilità per le banche di strutturare *covered bond* – obbligazione bancaria caratterizzata da un profilo di rischio molto basso – garantiti da *mini bond* o da altri attivi creditizi, in particolare crediti alle PMI. Potendo costituire attivi a garanzia di emissioni di raccolta diretta (diversi dai *covered bond*) si vuole incentivare l'investimento delle banche in suddetti strumenti³³⁰.

Relativamente alla garanzia del Fondo, può essere concessa per singole operazioni di sottoscrizione di obbligazioni o per portafogli di operazioni.

Essa può essere richiesta da banche, intermediari finanziari vigilati, SGR³³¹, SICAV³³², SICAF³³³, società di gestione UE, GEFIA UE³³⁴, GEFIA non UE, gestori di EuVECA³³⁵ e di EuSEF³³⁶; l'ammontare massimo di risorse impegnate non deve superare Euro 50000000, da destinarsi per il 40% sulle garanzie su singole operazioni e per il 60% su portafogli di *mini bond*.

Tali interventi devono essere finalizzati al finanziamento dell'attività d'impresa, non avere ad oggetto la sostituzione di crediti precedentemente erogati a favore del beneficiario finale, avere una durata compresa tra i 36 e i 120 mesi,

³²⁹ Rossella Mariani, Zitiello e Associati Studio Legale, *Minibond: un canale di finanziamento alle imprese alternativo al sistema bancario*, Giugno 2014, consultabile all'indirizzo http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/mariani_r_minibond_un_canale_di_finanziamento_alle_impresе_alternativo_al_sistema_bancario_2014_0.pdf

³³⁰ *Minibond e accesso al credito, tutte le nuove norme introdotte dal Decreto Destinazione Italia*, 13 Gennaio 2014, consultabile all'indirizzo <http://bebeez.it/2014/01/13/minibond-e-accesso-al-credito-tutte-le-nuove-norme-introdotte-dal-decreto-destinazione-crescita/>

³³¹ Società di gestione del risparmio.

³³² Società di investimento a capitale variabile.

³³³ Società di investimento a capitale fisso.

³³⁴ Gestori di FIA UE, cioè società autorizzate ad esercitare attività di gestione di uno o più organismi di investimento collettivi del risparmio alternativi italiani.

³³⁵ *European Venture Capital*.

³³⁶ *European Social Economy Fund*.

non essere assistite da altro tipo di garanzia, per la quota coperta dal Fondo, non devono prevedere l'obbligo di conversione, e devono essere successive alla data di delibera del Comitato di accoglimento della richiesta di garanzia del Fondo.

Può trattarsi di una garanzia diretta – “a prima richiesta”, esplicita, incondizionata ed irrevocabile – una controgaranzia – su garanzie prestate da Confidi o altri Fondi di garanzia – o una cogaranzia – abbinamento di garanzia diretta e controgaranzia³³⁷.

5. *ExtraMOT Pro*: un mercato nuovo per le PMI

Borsa Italiana gestisce due mercati per la negoziazione elettronica di obbligazioni, titoli di debito e titoli di Stato, destinati ad investitori *retail*³³⁸ e professionali:

-) *MOT*: l'unico mercato regolamentato italiano, suddiviso a sua volta in due segmenti, *DomesticMOT* ed *EuroMOT*, destinato alle negoziazioni di Titoli di Stato italiani ed esteri, obbligazioni bancarie e *corporate*, domestiche ed internazionali, titoli sovranazionali e ABS;
-) *ExtraMOT*: il sistema multilaterale di negoziazione di obbligazioni *corporate* di emittenti italiani ed esteri già quotate in altri mercati regolamentati dell'UE, obbligazioni bancarie non quotate e strumenti di debito emessi dalle PMI italiane.

MOT nasce nel 1994, per consentire all'investitore privato di entrare nel mercato obbligazionario, rendendo inoltre più efficiente l'operatività degli

³³⁷ Guglielmo Belardi, *I mini bond*, cit. nota 141.

³³⁸ Investitori qualificati.

investitori professionali, offrendo loro un sistema di negoziazione elettronico ed autorizzato, a partire dalla fase di inserimento della proposta di negoziazione fino alla liquidazione del contratto eseguito.

Si è riscontrata una crescita costante di tale mercato, anche grazie all'espansione degli operatori ad esso collegati – sia direttamente sia tramite interconnessione – al punto da essere al primo posto in Europa per contratti e controvalore negoziato.

Relativamente ad *ExtraMOT*, quest'ultimo è nato nella seconda metà del 2009, per la negoziazione di euroobbligazioni in un mercato elettronico ed automatizzato, che garantisce trasparenza ed efficienza nella formazione dei prezzi – a differenza dell'opacità che caratterizza i mercati *Over the Counter*³³⁹ ³⁴⁰.

Con lo scopo di offrire alle aziende italiane un mercato nazionale flessibile, economico ed efficiente alle PMI, che consenta di far cogliere le opportunità e i benefici fiscali derivanti dalla nuova realtà prospettata grazie al Decreto Sviluppo, l'11 Febbraio 2013 Borsa Italiana ha promosso un nuovo segmento professionale, *Extramot PRO*, dedicato alla quotazione di obbligazioni – comprese le convertibili – cambiali finanziarie, strumenti partecipativi e *project bond*³⁴¹.

I requisiti di accesso e di informativa sono meno stringenti rispetto al tradizionale mercato regolamentato, la quotazione è più rapida e il documento di

³³⁹ Mercati non regolati.

³⁴⁰ Borsa Italiana, *Mot ed ExtraMot*, consultabile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/obbligazioni/brochuremotedextramot.pdf>

³⁴¹ *Idem*, *ExtraMot Pro*, consultabile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/segmento-professionale/extramot-pro/extramot-pro.htm>

ammissione è semplificato, grazie all'assenza dell'obbligo di pubblicazione di un prospetto di quotazione³⁴².

Per quanto concerne, nello specifico, le condizioni di ammissione dei *mini bond*, il Regolamento *ExtraMOT* richiede:

- J che la società emittente abbia pubblicato e depositato i bilanci – anche consolidati – degli ultimi due esercizi, di cui l'ultimo deve essere sottoposto a revisione legale secondo il D. Lgs. N. 39/2010;
- J che abbia pubblicato, entro i dodici mesi dall'ammissione alle negoziazioni, un prospetto redatto in base al regolamento della Comunità Europea n. 809/2004 e ai relativi allegati – allegati VII³⁴³, VIII³⁴⁴, IX³⁴⁵, XIII³⁴⁶;
- J che abbia pubblicato il documento di offerta *ex art. 102 TUB* oppure
- J che renda disponibile un documento di ammissione che fornisca informazioni circa: le persone responsabili; i fattori di rischio; la storia e l'evoluzione dell'emittente; la struttura organizzativa; i principali azionisti; le informazioni finanziarie riguardanti attività e passività, la situazione finanziaria, i profitti e le perdite dell'emittente oppure l'ultimo bilancio; informazioni concernenti gli strumenti finanziari; l'ammissione alla negoziazione e le modalità di negoziazione.

³⁴² Piergiorgio Leofreddi, Azzurra Campari, *Il procedimento di ammissione a quotazione dei Mini bond presso l'ExtraMOT PRO*, Simmons&Simmons, Aprile 2014, consultabile all'indirizzo <https://www.unina.it/documents/11958/7736779/ATT00164.pdf>

³⁴³ Circa le informazioni minime da includere nel documento di registrazione relativo agli strumenti finanziari emessi a fronte delle cartolarizzazioni.

³⁴⁴ Modulo aggiuntivo per strumenti finanziari emessi a fronte di cartolarizzazione.

³⁴⁵ Informazioni minime da includere nel documento di registrazione concernente titoli di debito e strumenti derivati del valore nominale unitario pari almeno ad Euro 100000.

³⁴⁶ Informazioni minime da includere nella nota informativa sugli strumenti finanziari relativa a titoli di debito di valore nominale unitario pari ad almeno Euro 100000.

In ogni caso, Borsa Italiana può riservarsi il diritto di richiedere ulteriori informazioni, o di subordinare l'ammissione alla negoziazioni a particolari condizioni, considerata la tipologia dell'utente e le caratteristiche dell'offerta o dello strumento finanziario. qualora i *mini bond* siano garantiti incondizionatamente ed irrevocabilmente da un terzo soggetto, tali requisiti ed adempimenti dovranno essere assolti dal garante dell'emissione³⁴⁷.

L'ammissione dei *mini bond* alla negoziazione è subordinata alla presentazione della domanda sulla base del modello fornito da Borsa Italiana, sottoscritta dal legale rappresentante o da un soggetto munito dei poteri necessari; è fondamentale che la società emittente dichiari l'avvenuto accertamento dei mini bond presso Monte Titoli, *Euroclear* o *Clearstream Luxembourg*.

Oltre alla domanda di ammissione, deve essere presentata a Borsa Italiana una scheda riepilogativa sulle caratteristiche dei *mini bond*, nonché il documento di ammissione e le condizioni di emissione, qualora non siano ivi incluse.

Entro sette giorni dalla presentazione di tale documentazione, Borsa Italiana comunica al richiedente il rigetto della domanda o, in caso di accoglimento, stabilisce la data di inizio delle negoziazioni e le informazioni funzionali alle negoziazioni – contenute nell'Avviso di Ammissione alla quotazione, che comprende anche le modalità con cui sono accessibili al pubblico le informazioni previste dal Regolamento *ExtraMOT* e quelle pubblicate dalla società emittente.

Quest'ultima deve inoltre comunicare al pubblico le informazioni sufficienti per permettere agli investitori di giudicare l'investimento, e ai

³⁴⁷ Piergiorgio Leofreddi, Azzurra Campari, *Il procedimento di ammissione a quotazione dei Mini bond*, cit. nota 157.

prenditori di strumenti finanziari di esercitare i propri diritti; qualora l'operazione sia stata oggetto di *rating*, questo e le sue successive modificazioni dovranno essere resi noti al mercato.

Tutte queste informazioni dovranno essere comunicate nella lingua prescelta dall'emittente al momento dell'ammissione alla negoziazione, non potendo poi effettuare modifiche senza il consenso dei portatori degli strumenti finanziari³⁴⁸

Infine, la società deve assolvere obblighi informativi di carattere tecnico, comunicando a Borsa Italiana quale sia il calcolo degli interessi, le date di pagamento, il periodo di godimento e l'eventuale rimborso anticipato³⁴⁹.

Fino ad ora, si sono registrate emissioni per 114 *bond corporate*, quotati per un controvalore di poco superiore ad Euro 5 miliardi.

Le emissioni di veri *mini bond* – di taglio inferiore ad Euro 50 milioni – sono 95, per un controvalore complessivo di 932 milioni³⁵⁰.

Di seguito la tabella con i dati osservati:

³⁴⁸ Paola D'Angelo, *Mini bond: nuova finanza per le PMI*, Equity Markets, Borsa Italiana, consultabile all'indirizzo

http://www.econ.uniurb.it/materiale/9995_20150310%20Finanza%20per%20le%20PMI.pdf

³⁴⁹ Piergiorgio Leofreddi, Azzurra Campari, *Il procedimento di ammissione a quotazione dei mini bond*, cit. nota 185.

³⁵⁰ Andrea Silvello, *BarometroMini bond, Market trends*, 30.06.2015, consultabile all'indirizzo <http://minibonditaly.it/approfondimento/barometro-minibond-market-trends-dati-aggiornati-al-30062015.html>

Emissioni di ammontare non superiore a €50 M Principali indicatori al 30.06.2015

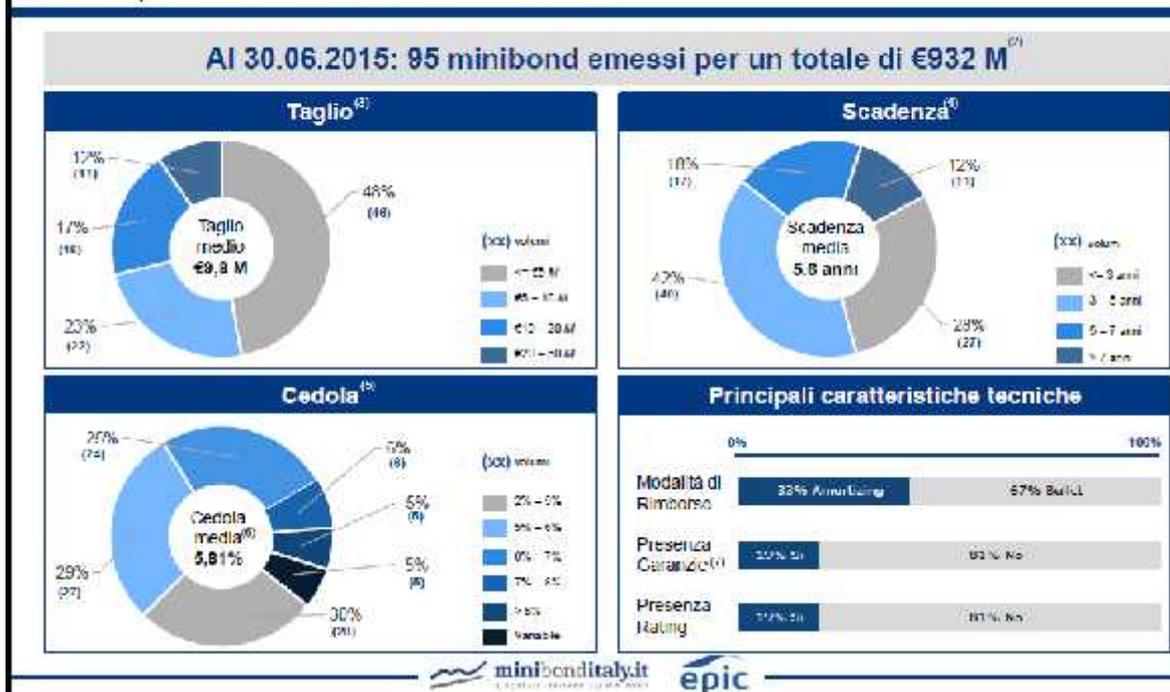


Tabella 2: è stato osservato che le 12 emissioni del secondo trimestre sono state di dimensioni inferiori ai 50 milioni; si è riscontrato inoltre un aumento del taglio medio a 9.8 milioni – a partire dai 9.5 del primo trimestre – e sono in riduzione le *maturity* – da 5.8 a 5.6 anni, periodo ridotto a 4.2 se si considerano anche le cambiali finanziarie – e il tasso di interesse – ridotto dal 5.9% al 5.81%. Relativamente alla struttura del rimborso, il 67% dei *mini bond* è *bullet*, il restante prevede un piano di ammortamento, e solo il 19% prevede una garanzia, o è dotato di *rating* pubblico. Il fatturato degli emittenti sale, da 78 milioni di fine marzo, a 93.7 milioni a giugno. Le maggiori imprese emittenti hanno sede in Veneto e Lombardia³⁵¹.

Questo esperimento si sta rilevando quindi efficace, anche in vista di una potenziale unione dei mercati di capitali in Europa, purchè vengano semplificate le procedure di accesso per le PMI, e si punti ad una supervisione unica europea.

Sul punto, la Commissione UE ha aperto una pubblica consultazione, dalla quale emerge che se le imprese avessero avuto accesso a mercati di capitali di pari

³⁵¹ Andrea Silvello, *ibidem*.

spessore di quelli USA, tra il 2008 e il 2013 avrebbero avuto a disposizione finanziamenti per Euro 90 miliardi³⁵².

Assonime ribatte evidenziando come in Italia vi siano esperienze di successo sul mercato – MTFS (Mercati finanziari) per le azioni ed *ExtraMOT Pro* per le obbligazioni – e facendo presente la necessità di una supervisione unificata a livello europeo, sul modello del meccanismo di vigilanza unico, affidando all’ESMA la vigilanza sui soggetti a rilevanza paneuropea.

L’ultima nota rilevata riguarda il prospetto, che non costituirebbe uno strumento di effettiva informazione a tutela degli investitori, pertanto dovrebbe essere sostituito da un documento più snello, sul modello del KID – *Key Information Document*, contenente le informazioni chiave per i prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati³⁵³.

5.1 I vantaggi della quotazione per le PMI

Nonostante la complessità richiesta per il processo, la quotazione comporta dei vantaggi per le PMI. Analizziamoli nel dettaglio.

La presenza in Borsa consente all’imprenditore di fruire di strumenti di raccolta preclusi alle imprese non quotate, nonché di collocare più facilmente gli stessi strumenti finanziari. Ciò facilita l’impostazione o il riequilibrio della

³⁵² Antonio Criscione, *PMI sul mercato? Serve semplicità*, Il Sole24Ore, Maggio 2015, consultabile all’indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2015-05-16/pmi-mercato-serve-semplicita-081351.shtml?uuid=AB5zEThD>

³⁵³ Antonio Criscione, *ibidem*.

struttura finanziaria compatibilmente con quella degli investimenti, migliorando la solidità creditizia e riducendo il costo del finanziamento dell'impresa.

L'accesso in Borsa agevola la raccolta di capitali di rischio in modo organico e continuativo, e ciò si manifesta già in sede di Offerta Pubblica Iniziale che, per la maggior parte delle PMI, avviene sottoforma di aumento di capitale.

Lo quotazione, inoltre, favorisce la crescita esterna³⁵⁴, sia grazie alla possibilità di raccogliere risorse finanziarie direttamente sul mercato, sia perché il valore della società è aggiornato di continuo, in conseguenza all'esposizione continua dei corsi dei titoli. Si possono così effettuare operazioni di M&A – *mergers&acquisitions*, fusioni ed acquisizioni – tramite scambio di azioni.

Senza contare che l'ottenimento dei requisiti richiesti per la quotazione consente poi all'impresa di sfruttare tutte le risorse reperite per perseguire in maniera strategica le proprie finalità – ad esempio si può sfruttare una visione più chiara del *business*, o la posizione di *leadership* sul proprio mercato di riferimento, la capacità di creare valore per gli azionisti o l'attendibilità del *budget*.

La quotazione, per di più, permette di attuare piani di *stock options* – incentivazione – sia per la retribuzione del *management* aziendale, sia per i dipendenti, consentendo di fidelizzare le figure professionali fondamentali e di raggiungere gli obiettivi di *budget*.

Grazie alla trasparenza necessaria sui mercati finanziari, le imprese quotate sono maggiormente affidabili, e viene attribuita loro una valutazione di minore rischiosità del *business*; e questo facilita la visibilità per la comunità economica e

³⁵⁴ Ossia il processo di crescita basato su operazioni straordinarie.

finanziaria, e la conoscibilità del valore di ciascun titolo, immediatamente conoscibile da parte di ciascun investitore.

Da ciò consegue una rapida monetizzazione dell'investimento, e quindi una via d'uscita per l'imprenditore che non vuole più avere una partecipazione nell'azienda. Questo sistema viene generalmente utilizzato anche dagli investitori istituzionali per disinvestire le proprie attività nell'impresa che hanno sostenuto con interventi di *private equity*.

L'ultimo vantaggio che possiamo evidenziare, relativo alla quotazione, è che essa costituisce un valido strumento per risolvere i problemi di ristrutturazione delle imprese, ed è efficace qualora vi siano problemi di successione imprenditoriale, collocando e liquidando sul mercato le quote dei familiari non più interessati alla gestione³⁵⁵.

Nel prossimo capitolo confronteremo la situazione italiana con quella europea, riguardo la diffusione dei *mini bond*, indagheremo circa eventuali limiti e relative possibilità per facilitare lo sviluppo di questo strumento, stabilendo se sia davvero utile per la ripresa dell'economia e il rilancio delle PMI.

³⁵⁵ Francesco Ferragina, *La quotazione in Borsa delle piccole/medie imprese*, consultabile all'indirizzo <http://www.kon.eu/download-d85.html>

III CAPITOLO: L'ESPERIENZA ITALIANA ED EUROPEA CON I *MINI BOND*

1. Il mercato dei *minibond* in Europa

Il mercato dei *mini bond* si sta sviluppando con ritmi costanti di crescita, soprattutto grazie all'attivismo degli operatori specializzati; si stima che in un futuro molto prossimo saranno gli investitori stessi – in particolare i fondi – a ricercare le imprese per sostenerle durante la fase di raccolta, in modo da assumere un ruolo sempre più eminente nel panorama finanziario³⁵⁶.

È questo uno scenario già presente negli altri Stati europei, che sono maggiormente propensi a sfruttare il mercato mobiliare per finanziarsi, tramite emissione di titoli di debito.

Questa realtà è particolarmente sviluppata nell'Europa settentrionale, vero e proprio precursore di questa esperienza.

1.1 L'esperienza norvegese

Già nel 2005 la Norvegia ha creato uno specifico segmento di mercato non regolamentato dedicato alla quotazione e allo scambio di obbligazioni e *commercial paper* – equivalenti alle nostre cambiali finanziarie: *Nordic ABM*, a sua volta suddiviso in due ulteriori sezioni, a seconda che il taglio minimo sia

³⁵⁶ Politecnico di Milano, *Osservatorio Mini-Bond, I Report italiano sui Mini-Bond*, School of Management, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, Febbraio 2015.

inferiore o superiore a 500000 corone – circa 65000 euro – riservati rispettivamente agli investitori *retail* ed istituzionali.

Questo mercato si contraddistingue per la semplicità delle procedure, sia rispetto alle tempistiche e ai costi, sia rispetto agli adempimenti informativi che l'impresa deve espletare – essa deve attenersi alle basilari prescrizioni del codice di commercio, cui deve comunque uniformarsi.

Essi riguardano sostanzialmente requisiti di trasparenza – presentazione degli ultimi tre bilanci approvati, redazione di un prospetto informativo, documenti di dettaglio dell'operazione.

Le obbligazioni ammesse alla quotazione devono avere una scadenza compresa tra i 3 e i 7 anni, e possono avere un tasso fisso o variabile; è necessaria l'intera sottoscrizione sia da parte di investitori istituzionali sia *retail*.

La società emittente collabora con un *manager*, ossia una banca d'investimento che opera in qualità di *advisor*, assistendo tutte le fasi dell'operazione.

È discrezionale la scelta della figura di un *loan trustee* – fiduciario – che tuteli maggiormente gli interessi degli investitori, essendo limitati gli obblighi di trasparenza per l'emittente.

Nonostante la popolarità del segmento, la maggior parte delle emissioni effettuate fino ad ora riguarda banche ed assicurazioni. Le imprese finanziarie emittenti – in prevalenza operanti nel settore energetico e marittimo – operano soprattutto nella sezione dedicata agli investitori istituzionali.

Ad oggi, nel segmento *Nordic ABM Professional* sono presenti oltre 70 operazioni concernenti il settore industriale, con un importo medio di circa 40 milioni di euro e una cedola media pari a 605%³⁵⁷.

1.2 Il mercato obbligazionario francese

La seconda esperienza che andiamo ad analizzare riguarda il mercato francese, che nel 2012 ha introdotto una nuova modalità di emissione obbligazionaria dedicata esclusivamente alle PMI: l'IBO – *Initial Bond Offer*³⁵⁸.

Essa è ammessa su tre mercati: i segmenti B e C di *Euronext* (mercato regolamentato) e *Alternext* (mercato multilaterale), presso la Borsa di Parigi.

L'IBO può essere attuata sia dalle imprese quotate sul mercato francese – ammesse anche quelle con capitalizzazione inferiore a 100 milioni di euro – sia da quelle non quotate, purchè presenti un taglio minimo di 5 milioni di euro per *Alternext* e di 10 milioni per *Euronext*, e una scadenza compresa tra 5 e 10 anni.

Relativamente agli adempimenti informativi, viene richiesto alle società con capitale inferiore a 100 milioni e alle PMI non quotate l'emissione di un *rating* da parte di un'agenzia accreditata all'ESMA.

³⁵⁷ AIDEA e CRIF, Marzo 2014.

³⁵⁸ La nostra Offerta Pubblica Iniziale: si tratta dello strumento con cui una società diffonde i propri titoli tra il pubblico, creando il “flottante”, requisito necessario per accedere alla quotazione. Tale offerta è rivolta ad un pubblico indistinto di investitori, perciò viene considerata una fattispecie di sollecitazione all'investimento (la società deve impostare l'operazione in base alle norme del TUF che garantiscono un'informazione trasparente). *Ipo – Offerta Pubblica Iniziale*, consultabile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=IPO%20-%20Offerta%20Pubblica%20Iniziale>

Su *Alternext* è inoltre prevista la presenza di un *listing sponsor* che supporta la società emittente nella fase antecedente e successiva alla quotazione.

All'azienda si affianca anche un *financial advisor* nell'attività di definizione della struttura finanziaria, e un *advocat*, che cura gli aspetti legali dell'operazione.

La platea cui si rivolge il mercato francese riguarda sia gli investitori *retail* – intermediati da una banca o da un *broker* – sia quelli istituzionali.

I titoli sono ammessi alla negoziazione sul mercato secondario, con il sostegno di un *liquidity provider*, che ne garantisce la liquidità.

Meritano particolare attenzione i vantaggi fiscali di cui possono beneficiare gli investitori relativamente alle imposte patrimoniali e sul reddito.

Le persone fisiche che investono in obbligazioni di PMI, detenendole per almeno 5 anni, hanno diritto ad una riduzione dell'imposta sull'investimento fino al 50%; per quanto concerne quella sul reddito, è prevista una detrazione del 18% sul versamento effettuato.

Nonostante queste agevolazioni, il mercato francese non è particolarmente sviluppato: si sono infatti registrate solo 4 emissioni per un ammontare complessivo di 22 milioni di euro³⁵⁹.

³⁵⁹ ParisEuroplace, Marzo 2014.

1.3 Il caso inglese

Nel Regno Unito già nel 2010 è stata aperta una piattaforma di negoziazione per i *mini bond* – *Order book for Retail Bonds* – da parte del London Stock Exchange – la Borsa valori inglese, con sede a Londra.

Trattasi però di un listino regolamentato secondo i dettami della Direttiva MiFID, aperto anche ai piccoli risparmiatori, a differenza di ExtraMOT PRO; i requisiti per l'ammissione sono i medesimi applicabili al listino borsistico principale, gli investimenti possono essere anche molto contenuti – il *range* di investimenti è compreso tra un minimo di 100 ed un massimo di 10000 sterline – ed è obbligatoria la presenza di un *market maker* – intermediario finanziario che pubblica i prezzi di acquisto e di vendita dei titoli quotati in borsa, consentendo agli investitori di comprare e vendere – che assicuri la liquidità al titolo.

Al termine del 2014 tale mercato contava una cinquantina di emissioni, ma a causa dei requisiti di ammissione troppo stringenti, sono state poche le PMI che ne hanno usufruito; i responsabili del listino hanno riscontrato che l'efficienza e la convenienza si esplichino nei confronti di imprese che necessitino di un capitale a partire dai 20 milioni³⁶⁰.

³⁶⁰ Politecnico di Milano, *ibidem*.

1.4 Il mercato tedesco

Tra gli esempi di maggior successo del mercato dei *mini bond* abbiamo la Germania.

Il *Bondm* è stato creato nel 2010 dalla Borsa di Stoccarda, e costituisce il primo mercato riservato all'emissione e allo scambio di *corporate bond* quotati emessi da PMI.

Gli investitori istituzionali e *retail* hanno la possibilità di sottoscrivere obbligazioni sul mercato primario in fase di IBO e di negoziarli poi sul mercato secondario.

Per agevolare quest'operazione è stato creato un canale di vendita elettronico, il *Bondm subscription box*, grazie al quale gli investitori – soprattutto *retail* – possono inserire direttamente il proprio ordine di acquisto.

È tuttavia previsto che eventuali collocamenti effettuati tramite agenti di vendita non possano superare il 50 % dell'emissione.

Sul mercato secondario le negoziazioni avvengono grazie al supporto del *quality liquidity provider*, che garantisce la liquidità al titolo tramite il *matching* tra gli ordini di acquisto e di vendita, ed eventualmente cedendo titoli in autonomia.

Le società emittenti, per accedere, devono presentare un prospetto informativo, l'ultimo bilancio certificato, un *rating* emesso da un'agenzia specializzata, ed essere affiancate da un *coach* nella fase di emissione e successiva.

Al termine del 2014 sono state registrate 148 operazioni per un ammontare di circa 6 miliardi di euro.

Sono tuttavia da segnalare declassazioni e *default*: a Ottobre 2014 sono state 23 le emissioni che presentavano tali criticità, per un ammontare di 1 miliardo di euro.

1.5 L'esperienza spagnola

L'ultima realtà che esaminiamo riguarda la Spagna, il cui mercato dei *mini bond* è di più recente costituzione.

Nel 2013 è stato costituito il MARF – Mercato Alternativo del *Renta Fija* – segmento dell'AIAF, il mercato obbligazionario.

Per favorire l'accesso delle PMI sui mercati, sono stati definiti requisiti di ammissione più elastici rispetto a quelli previsti per i mercati secondari obbligazionari, pur garantendo un livello di trasparenza elevato a garanzia degli investitori.

Il taglio minimo richiesto per l'ammissione dei titoli è 100 mila euro, e la sottoscrizione è riservata, come in Italia, esclusivamente agli investitori istituzionali.

Gli adempimenti richiesti all'emittente riguardano la presentazione della documentazione aziendale – in particolare gli ultimi due bilanci certificati – e dell'operazione di emissione, fornita di una dichiarazione di solvibilità emessa da un'agenzia registrata all'ESMA.

L'attribuzione del *rating* è facoltativa, come anche il supporto di un *liquidity provider* che assicuri la liquidità al titolo sul mercato secondario.

Centrale è invece il ruolo dell'*advisor*, che sostiene l'azienda durante tutto l'*iter* di quotazione.

Di tutti i mercati, quello spagnolo è quello la cui struttura si avvicina maggiormente a quella della piattaforma italiana, sia relativamente al quadro normativo e regolamentare, sia per la struttura operativa che regola il procedimento di emissione.

A fine Dicembre 2014 risultavano quotati 22 *mini bond* emessi da 10 società diverse³⁶¹.

Ecco un prospetto sintetico dei mercati obbligazionari a confronto³⁶²:

³⁶¹ FEI, Dicembre 2014.

³⁶² Roberto Calugi, Valentina Morelli, Gianmarco Paglietti, *I mini bond, Istruzioni per l'uso*, Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza e Camera di Commercio di Milano, 2014, consultabile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/pro-link/studiericerche/minibondistruzioneiperluso2014.pdf>

Mercati obbligazionari a confronto

Paese	Segmenti dedicati	Taglio emissione	Scadenza	Principali documenti per l'emittente	Rating	Figure chiave	Investitori
Francia	Alternext, Euronext - segmenti B e C	> 5.000.000 € su Alternext > 10.000.000 € su Euronext	5 - 10 anni	Prospetto informativo, ultimi tre bilanci certificati	Obbligatorio per società con capitalizzazione < 100 milioni € e per PMI non quotate	Listing sponsor, financial advisor, liquidity provider (opzionale)	Istituzionali e retail
Germania	Bondm	Taglio espresso in miliardi di 1.000 €	3 - 7 anni	Prospetto informativo, ultimo bilancio certificato	Obbligatorio	Coach, quality liquidity provider	Istituzionali e retail
Norvegia	Nordic ABM Retail Nordic ABM Professional	< 65.550 € > 65.550 €	3 - 7 anni	Prospetto informativo, ultimi tre bilanci approvati	Non richiesto	Manager per collocamento, loan trustee	Istituzionali e retail
Spagna	MART	> 100.000 €	n.d.	Prospetto informativo, ultimi due bilanci certificati	Dichiarazione di solvibilità	Advisor, liquidity provider	Istituzionali

2. La diffusione dei *minibond* in Italia

Concentriamo la nostra attenzione sulla situazione sulla situazione italiana.

Nel secondo capitolo abbiamo analizzato i *credit fund*, comprendendo come questi siano fondamentali per lo sviluppo del mercato dei *mini bond*.

La creazione di fondi di *mini bond* è stata favorita dagli interventi normativi dei decreti esaminati in precedenza, in particolare dall'estensione della garanzia del Fondo centrale dello Stato anche ai sottoscrittori di quote di fondi di *mini bond* e dalla destinazione del Fondo Italiano di Investimento di un cospicuo *plafond* alla sottoscrizione di tali quote.

Al 31 Gennaio risultavano operanti 29 fondi di *mini bond*, cui sono da aggiungere altre iniziative, solo annunciate, come quelle promosse da Arca SGR e dal gruppo Giovani Imprenditori di Confindustria Friuli-Venezia Giulia; oltre questi fondi, che sono esclusivamente dedicati ai *mini bond*, dobbiamo considerare altri veicoli d'investimento promossi non solo per tale tipo di strumento, ma che opereranno esplicitamente anche in questo mercato – il fondo aperto Mediolanum Flessibile Sviluppo Italia.

Nella tabella che segue sono elencati tutti i fondi operativi:

	Fondo	Target raccolta (milioni EUR)	Limite di fatturato delle imprese target (milioni EUR)	Società di gestione o veicolo
1	Advem 1 Corporate Bonds Italy (*)	100	10-250	Advem Partners SGR
2	Advem Trentino Alto Adige	100	10-250 e sede in Trentino A.A.	Advem Partners SGR
3	Amundi Private Debt	200-250	30-500	Amundi SGR
4	Antares AZI	200	10-300	Futurimpresa SGR
5	Antilia BIT Bond Imprese e Territorio (*)	200	80-120 (fino a 200)	Antilia Capital Partners SGR
6	Blue Lake Italian Minibond	100	40-100	Blue Lake SICAV SIF
7	BNP Paribas Bond Italia FMI (*)	150	30-150	BNP Paribas Inv. Partners SGR
8	Crescita Impresa Italia	100	10-250	Aletti Gestitrici SGR
9	Dimensione Tre	n.d.	n.d.	Seprano SGR
10	Dueemme Fondo per le Imprese (*)	150	Superiore a 100	Dueemme SGR
11	Emicys Development	150	10-150	Emicys Capital SGR
12	Equita Private Debt Fund	200	Superiore a 100	Lemanik Asset Management SA
13	Esregio Mini-Bond (*)	100	Superiore a 10; imprese del Trentino Alto Adige	FenPlan Invest SGR
14	Fondo di Debita per lo Sviluppo Industriale	n.d.	n.d.	Private Equity Partners SGR
15	Fondo Strategico Trentino Alto Adige	200	Nessun limite; imprese del Trentino Alto Adige	Finanziaria Int. Inv. SGR
16	Fondo Sviluppo Export (*)	350	Imprese con forte vocazione all'exportazione	Amundi SGR
17	Hi-Crescita FMI Fund	200	7,5-250	Hedge Invest SGR
18	Impresa Italia	150	20-120	Riello Investimenti Partners SGR
19	Italian Hybrid Capital Fund RiverRock I	200	50-150	RiverRock European C.F. LLP
20	Italian Private Debt Fund (*)	200	50-500	Muzinich & Co.
21	Lyxor Belica SME Fund (*)	900	10-150	Lyxor SGR
22	Minibond FMI Italia (*)	150	50-100 (fino a 250)	Finanziaria Int. Inv. SGR
23	Pioneer Sviluppo Italia	200	10-100	Pioneer SGR
24	Progetto Minibond Italia (*)	100	5-100	Zenit SGR
25	Tenax Credit Opportunity Fund (*)	100	n.d.	Tenax Capital Ltd
26	Takeau Direct Lending III	500	25-1.000	Takeau Inv. Management
27	Ver Capital Credit Partner Italia V	200	n.d.	Ver Capital SGR

La maggior parte delle iniziative è gestita da SGR italiane attraverso fondi chiusi, ma non mancano fondi gestiti da veicoli lussemburghesi e altri investitori qualificati stranieri, attratti dalle opportunità offerte dalle nostre PMI.

Il *target* di raccolta varia tra 100 milioni e 500 milioni di euro, e se sommiamo tutti questi valori raggiungiamo la cifra di 6 miliardi di euro, il che costituisce un'offerta molto elevata, considerato che il controvalore totale delle emissioni di *mini bond* fatte da PMI è stato pari a 336,5 milioni di euro.

Possiamo individuare due gruppi di *player*: fondi che investono in imprese di piccola dimensione, con fatturati fino a 25° milioni, e fondi che si posizionano su *target* più elevati.

Molte banche *retail* hanno mostrato interesse nei confronti dei *mini bond*, e a testimonianza di ciò, alcune iniziative elencate in Tabella sono state assunte in collaborazione proprio con gruppi bancari – il fondo *Minibond* PMI Italia coinvolge il gruppo MPS.

Tale collaborazione avviene su diversi fronti: le banche segnalano le imprese *target*, offrono supporto nella fase di *screening*, distribuiscono quote del fondo ai potenziali sottoscrittori, e sono presenti nella fase di collocamento.

Per evitare qualsiasi conflitto d'interesse – le banche potrebbero voler indirizzare le imprese loro affidate e giudicate più rischiose verso i *mini bond* – i regolamenti di alcuni fondi impediscono ogni investimento in titoli collocati da aziende di cui le banche *partner* sono creditrici.

Per quanto concerne le aree di investimento, i fondi si orientano soprattutto verso il manifatturiero, escludendo le società finanziarie, immobiliari e le attività giudicate “non etiche”, quali il gioco d'azzardo, le armi o la pornografia.

I fondi investono nelle imprese valutate secondo la redditività – un buon rapporto Ebitda/Fatturato – una sana situazione finanziaria – misurata dalla

posizione finanziaria netta rispetto al *cash flow* (flusso di cassa) – la qualità del *management* e la trasparenza della *governance*.

Sono favorite le imprese che puntano all'internazionalizzazione; basti pensare che il Fondo Sviluppo Export, promosso da SACE e gestito da A mundi SGR è dedicato al supporto di progetti di *export* ed investimenti diretti esteri.

Quanto alle caratteristiche dei *mini bond*, i fondi selezionano quasi esclusivamente opportunità valutate *investment grade*³⁶³, scartando i titoli con elevato rendimento e rischio.

Le garanzie non sono fondamentali per i fondi, alcuni dei quali investono solo in titoli *unsecured*, mentre sono molto richiesti i *covenant* finanziari, con l'impegno di rispettare alcuni parametri relativi a leva finanziaria, *cash flow* e posizione finanziaria netta³⁶⁴.

Le tabelle di seguito costituiscono una sintesi di quanto esposto finora:

³⁶³ Secondo le agenzie di *rating*, sono i *bond* societari meno rischiosi. Sono considerate tali tutte le emissioni fino al giudizio BBB-. *Bond investment grade*, consultabile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-11-16/bond-investment-grade-134148.shtml?uuiid=AarQ81LE>

³⁶⁴ Politecnico di Milano, *Osservatorio Mini-Bond*, cit. nota 1.

GLI INVESTITORI IN FONDI DI PRIVATE DEBT

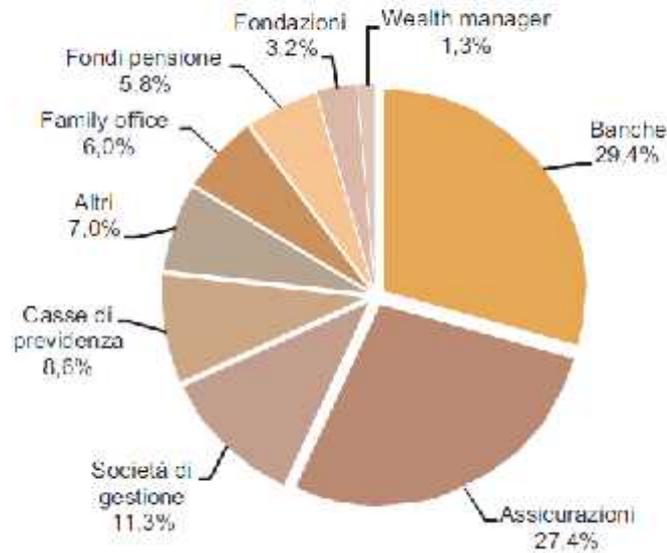


Tabella 3: Dati aggiornati al 28 Luglio 2014³⁶⁵. Le banche risultano i primi investitori, seguite dalle assicurazioni.

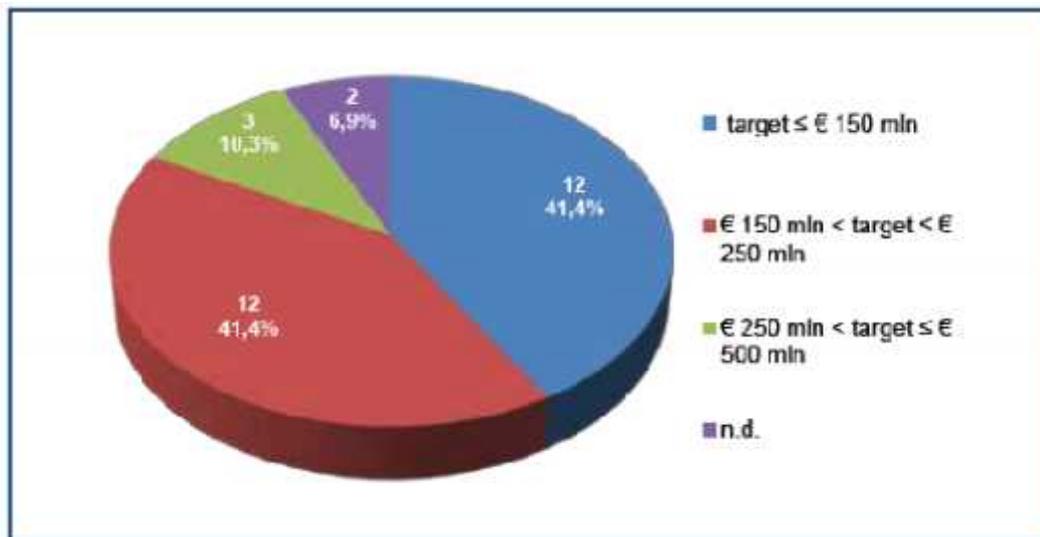


Tabella 4: il grafico suddivide il campione dei fondi in funzione della raccolta *target*, evidenziando un'equa divisione delle fasce fino a 150 milioni di euro e da 150 a 250 milioni.

³⁶⁵ Valerio Magni e Stefano Gasparri, *Si avvicina al miliardo di euro la raccolta dei fondi specializzati sul private debt*, Luglio 2014, MondoAlternative.

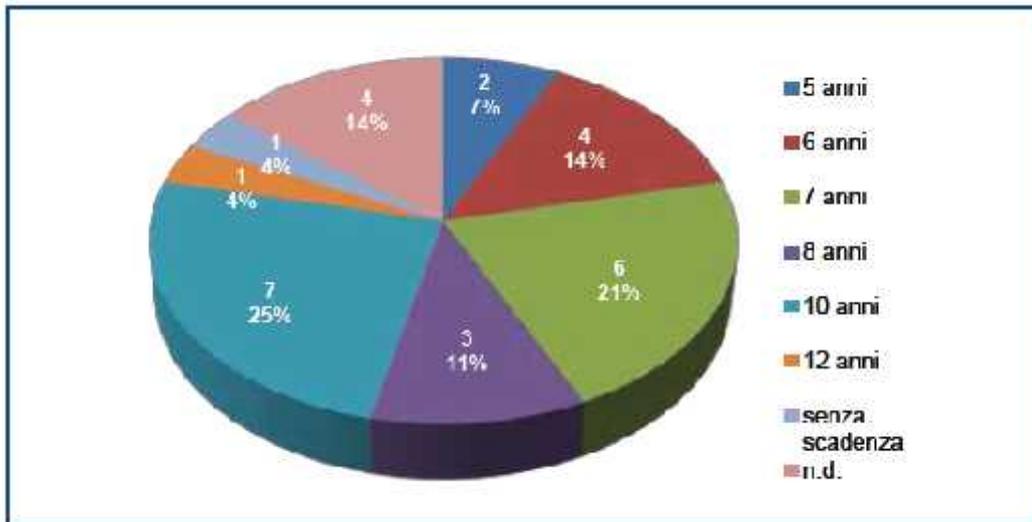


Tabella 5: sono riportate le statistiche riferite alla durata prevista dei fondi. Essendo soprattutto di tipo chiuso, la maggioranza completerà il suo ciclo di investimento in 7/10 anni.

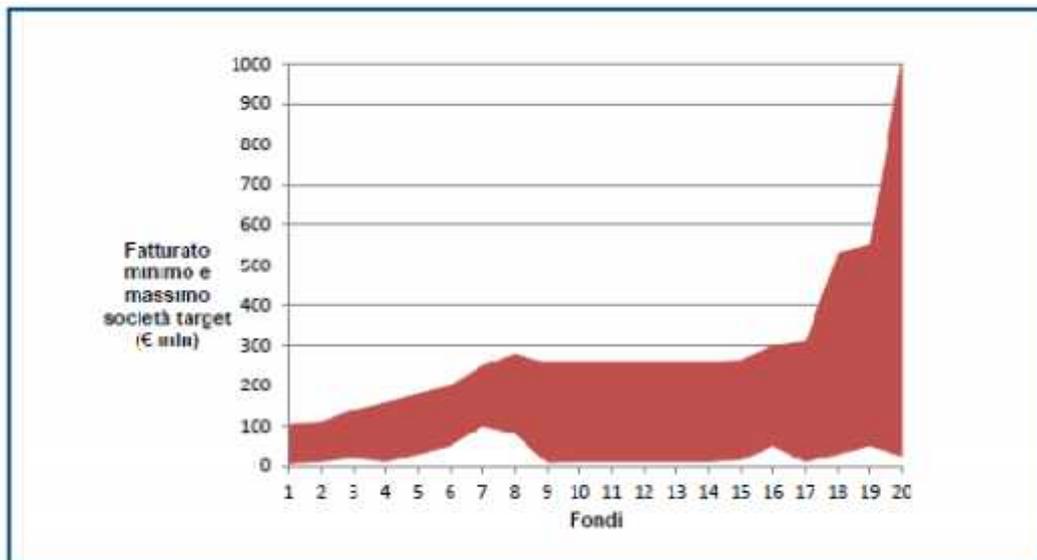


Tabella 6: qui i fondi assunti a campione sono ordinati in base alla tipologia di imprese in cui preferiscono investire. La maggior parte ha come obiettivo l'investimento in un'impresa con fatturato inferiore a 250 milioni di Euro.

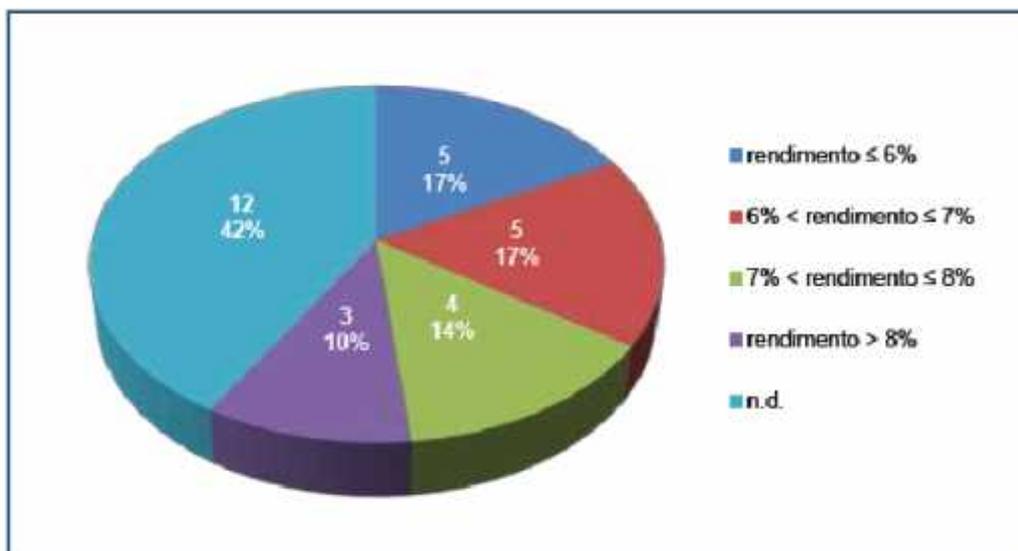


Tabella 7: questa tabella analizza i dati sui rendimenti lordi obiettivo dichiarati dai fondi.

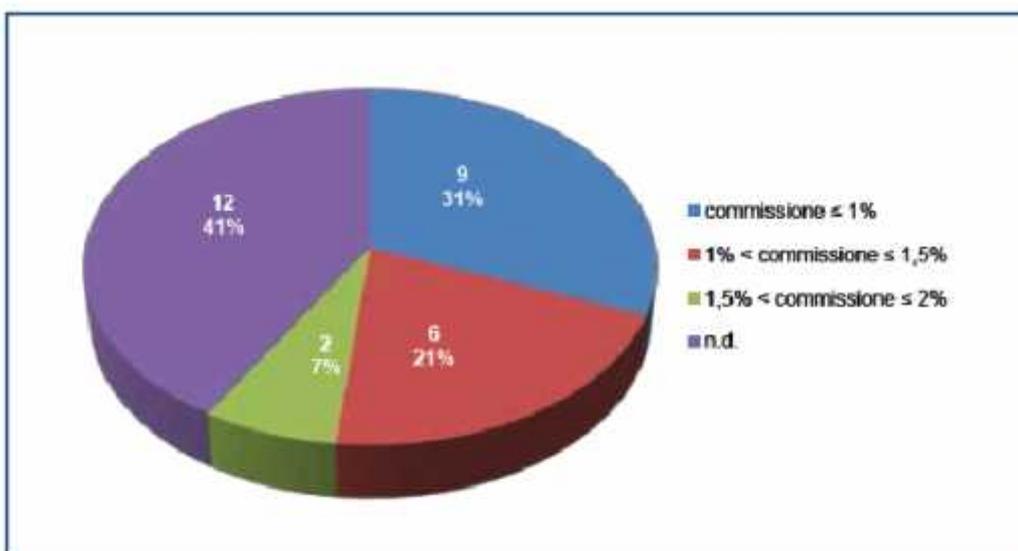


Tabella 8: quest'ultima tabella rappresenta le statistiche sulle commissioni di gestione.

3. Emissioni di *minibond*

Prima di concludere questo elaborato, occupiamoci delle emissioni di *mini bond* effettuate dal 2012 ad oggi.

Inizialmente il mercato non era molto sviluppato, ma sta crescendo con ritmi costanti.

È importante segnalare l'attivismo di una ristretta cerchia di operatori molto specializzati, a differenza di alcuni grandi gruppi bancari che hanno preferito raccogliere informazioni e sondare il terreno, prima di operare nel mercato.

I dati aggiornati a fine Dicembre 2014 registrano un'emissione di 96 *mini bond* da parte di 86 imprese diverse.

La fase iniziale ha visto solo sporadiche emissioni di taglia superiore a 50 milioni di euro, da parte di imprese non quotate, che hanno approfittato per prime delle novità del Decreto Sviluppo.

A partire dalla seconda metà del 2013 sono state effettuate 6 emissioni in Agosto e 7 a Novembre, ma la crescita si è stabilizzata nel primo semestre del 2014, in cui si sono attuate 18 emissioni, 17 delle quali per un ammontare inferiore a 50 milioni di euro.

Nella seconda metà del 2014 si è registrato un raddoppio delle emissioni complessive, fino a raggiungere quota 96; è da questo momento in poi che si considera effettivamente avviato il mercato.

A gennaio 2015 si sono registrate otto emissioni, di piccolo taglio e dal controvalore di 10,7 milioni di euro.

Grazie ad *ExtraMOT Pro*, si è poi sviluppato un mercato secondario di *mini bond*, che in due anni ha consentito la quotazione di 94 titoli, per un controvalore di 4,8 miliardi di euro, pur essendo ridotti gli scambi e la liquidità di tali strumenti.

Tra le 86 imprese emittenti, 34 sono identificabili come PMI: nella prima fase – coincidente con il 2013 – le aziende operanti sul mercato sono soprattutto grandi imprese, mentre a partire dal 2014 hanno operato con più frequenza anche le PMI.

Stiamo parlando soprattutto di S.p.A., ma sono presenti anche 7 S.r.l. e 2 cooperative; nel campione analizzato vi sono anche 12 imprese già quotate sul mercato azionario – di cui 7 su MTA (Mercato Telematico Azionario), 3 su AIM Italy (*Alternative Investment Market*), 1 su MIV (Mercato degli *Investment Vehicles*), 1 all'estera.

Di queste imprese, il 14%, secondo la normativa esistente fino al 2012, non avrebbe potuto emettere *mini bond*.

Le aziende operative si collocano soprattutto al Nord – 80%: le più rappresentate sono la Lombardia – 33% - il Veneto – 17 % - l'Emilia Romagna – 12 %.

Da un'analisi motivazionale del collocamento, emerge che l'obiettivo dominante è finanziare la crescita interna dell'azienda, soprattutto per quanto concerne le PMI (62%); seguono la necessità di ristrutturare le passività dell'impresa, per le grandi imprese e le strategie di crescita esterna tramite acquisizioni, e il bisogno di rispondere al fabbisogno di alimentare il ciclo di cassa del capitale circolante.

Tra i 96 *mini bond* emessi figurano non solo obbligazioni, ma anche 7 cambiali finanziarie, per un valore nominale complessivo di 5,7 miliardi di euro – 336,5 milioni dei quali riguardano solo le PMI.

La maggior parte dei titoli sono quotati in su *ExtraMOT PRO*, 4 non sono stati collocati, e 6, appartenenti a grandi imprese, sono quotati su mercati esteri.

Relativamente alla scadenza, per la maggior parte dei *mini bond* è di 5 anni; per le cambiali finanziarie è molto più breve, ma vi sono anche titoli con una *maturity* superiore a 7 anni.

Il rimborso del titolo è previsto alla scadenza, ma per i *mini bond* dal controvalore inferiore ai 50 milioni è frequente la modalità *amortizing*, che prevede una restituzione graduale.

Relativamente alla cedola, in 86 casi su 96 è stata stabilita all'inizio del prestito, nei restanti 10 casi è variabile, legata al tasso *Euribor – EURO Bank Offered Rate*, tasso interbancario di offerta in euro. La cedola fissa offre un interesse su base annuale pari a 6,14%; si attesta a 6% il valore mediano.

A circa un terzo delle emissioni è associato un *rating*, soprattutto per quanto concerne i *mini bond* delle grandi imprese. Ci riferiamo al cosiddetto *rating* di emissione, ossia un giudizio riferito alla capacità dell'emittente di rimborsare il capitale e corrispondere gli interessi alla data stabilita³⁶⁶

È frequente la clausola di opzione *call*, che consente il rimborso anticipato del titolo da parte dell'emittente.

È rara una garanzia sulla restituzione del capitale – riguarda infatti il 27,1% delle emissioni di grandi dimensioni. Al contrario è presente nel 39,6 % dei casi il

³⁶⁶*Rating*, consultabile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Rating>

rispetto dei *covenant* finanziari, e riguarda le emissioni di importo minore e di lunga scadenza³⁶⁷.

Ciò che abbiamo analizzato può essere sintetizzato nella seguente tabella:

³⁶⁷ Politecnico di Milano, *Osservatorio Mini-Bond*, cit. nota 1.

	Società emittente	Mese
1	Guala Closures S.p.A.	nov-2012
2	Rottapharm Ltd	nov-2012
3	Zobe Holding S.p.A.	gen-2013
4	IVS F. S.p.A.	apr-2013
5	Buscaini Angelo S.r.l.	apr-2013
6	Teamsystem Holding S.p.A.	mag-2013
7	Sisal Group S.p.A.	mag-2013
8	FIDE S.p.A.	giu-2013
9	Consulting Automotive Aerospace Railway S.p.A.	giu-2013
10	Prada S.p.A.	giu-2013
11	Salini Costruttori S.p.A.	lug-2013
12	Gamenet S.p.A.	lug-2013
13	IFIR - Istituti Finanziari Riuniti S.p.A.	lug-2013
14	IFIR - Istituti Finanziari Riuniti S.p.A.	lug-2013
15	IFIR - Istituti Finanziari Riuniti S.p.A.	lug-2013
16	Manutencoop Facility Management S.p.A.	lug-2013
17	Primi sui motori S.p.A.	ago-2013
18	Filca Cooperative Società Cooperativa	set-2013
19	Sudcommerci S.r.l.	ott-2013
20	Rhino Bondco S.p.A.	nov-2013
21	Grafiche Mazzucchelli S.p.A.	nov-2013
22	Meridie S.p.A.	nov-2013
23	Marcolin S.p.A.	nov-2013
24	Mille Uno Bingo S.p.A.	nov-2013
25	Rhino Bondco S.p.A.	nov-2013
26	Fincantieri S.p.A.	nov-2013
27	Alessandro Rosso Group S.p.A.	dic-2013
28	Iacobucci HF Electronics S.p.A.	dic-2013
29	GPI S.p.A.	dic-2013
30	ETT S.p.A.	dic-2013
31	Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.	gen-2014
32	Microcinema S.p.A.	gen-2014
33	JSH Group S.p.A.	gen-2014
34	Ternienergia S.p.A.	feb-2014
35	Cogemat S.p.a.	feb-2014
36	Bomi Italia S.p.A.	mar-2014
37	Ipi S.p.A.	apr-2014
38	Tesmec spa	apr-2014
39	Rsm Italy Audit & Assurance S.r.l.	apr-2014
40	Primi sui motori S.p.A.	mag-2014

	Società emittente	Mese
41	Enna Energia S.r.l.	mag-2014
42	FTT S.p.A.	mag-2014
43	Dynamica Retail S.p.A.	mag-2014
44	SFA S.p.A.	mag-2014
45	IMI FABI S.p.A.	giu-2014
46	Officine Mascaretti S.p.A.	giu-2014
47	S.G.G. Holding S.p.A.	giu-2014
48	Sello Royal S.p.A.	giu-2014
49	L'isolante K-Hex S.p.A.	giu-2014
50	HRI EL Biogas Holding S.r.l.	lug-2014
51	E.s.t.a. S.p.A. Energia Servizi Territorio Ambiente	lug-2014
52	Rigoni di Asiago S.r.l.	lug-2014
53	Cooperativa Muratori & Cementisti - C.M.C. di Ravenna Soc. Coop.	lug-2014
54	Coswell S.p.A.	lug-2014
55	Twini Set - Simona Barbieri S.p.A.	lug-2014
56	Te Wind S.A.	lug-2014
57	Trevi Finanziaria Industriale S.p.A.	lug-2014
58	Acque del Basso Livenza S.p.A.	lug-2014
59	Acque del Champo S.p.A.	lug-2014
60	Acque Vicentine S.p.A.	lug-2014
61	Alto Vicentino Servizi S.p.A.	lug-2014
62	Azienda Servizi Integrati S.p.A.	lug-2014
63	Dini Gestione Servizi Pubblici S.p.A.	lug-2014
64	Centro Veneto Servizi S.p.A.	lug-2014
65	Energia Territorio Risorse Ambientali S.p.A.	lug-2014
66	M.P.G. Manifattura Plastica S.p.A.	lug-2014
67	Global System International S.p.A.	ago-2014
68	E.I.I. S.p.A.	ago-2014
69	S.I.G.I.I. - Società Italiana Gomma Industrializzata Torino S.p.A.	ago-2014
70	Furotacciatore S.p.A.	ago-2014
71	Gruppo P.S.C. S.p.A.	ago-2014
72	Tesi S.p.A.	set-2014
73	S.I.P.C.A.M. Società Italiana Prodotti Chimici e per l'Agricoltura Milano S.p.A.	set-2014
74	Coesia S.p.A.	set-2014
75	Molinari S.p.A.	ott-2014
76	Inglass S.p.A.	ott-2014
77	M.E.P. Macchine Elettroniche Piegotriol S.p.A.	ott-2014
78	Ucco S.p.A.	ott-2014
79	Gendata Engineering S.p.A.	ott-2014
80	Enerventi S.p.A.	ott-2014
81	American Coffee Company S.p.A.	ott-2014
82	Exprivia Healthcare IT S.r.l.	ott-2014
83	Imovalev S.p.A.	ott-2014
84	ITAL TBS Telematic & Biomedical Services S.p.A.	ott-2014
85	Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.	nov-2014
86	Waste Italia Holding S.p.A.	nov-2014
87	Antin Solar Investments S.p.A.	dic-2014
88	Antin Solar Investments S.p.A.	dic-2014
89	Penelope S.p.A.	dic-2014
90	Fco Fridania S.p.A.	dic-2014

	Società emittente	Mese
91	Dynamica Retail S.p.A.	dic-2014
92	Olsa S.p.A.	dic-2014
93	Dedagroup S.p.A.	dic-2014
94	ELI S.p.A.	dic-2014
95	Corvallis Holding S.p.A.	dic-2014
96	Generalfinance S.p.A.	dic-2014

Se consideriamo i collocamenti avvenuti nel 2015, come già anticipato in precedenza, ci rendiamo conto che appartengono tutti alla fascia inferiore ai 50 milioni di euro.

I dati analizzati fino a Luglio 2015 ci permettono di osservare come su *ExtraMOT PRO* le emissioni siano 114, superando la soglia di 5 miliardi di controvalore.

Appartenendo alla fascia inferiore ai 50 milioni, gli strumenti emessi rappresentano i veri e propri *mini bond*, che ad oggi rappresentano il 18,6% di *ExtraMOT*.

Il taglio medio, nell'ultimo trimestre, è in leggero aumento, mentre si riducono le *maturity* e il tasso d'interesse.

È fortemente in crescita il settore *Food&Beverage*, grazie alle emissioni delle società Ferrarini e Terre Cortesi Moncaro.

Il Nord si conferma la zona geografica più attiva sul mercato³⁶⁸.

Con questi dati, si aggiorna il taglio medio delle emissioni, che ora si attesta a 9,8 milioni, nonché la scadenza, che si è ridotta a 5,6 anni e la cedola, diminuita fino al 5,8%³⁶⁹.

³⁶⁸ Mirco Galbusera, *Minibond, raggiunte 114 emissioni su ExtraMOT*, 3 Luglio 2015, consultabile all'indirizzo http://www.investireoggi.it/obbligazioni/minibond-raggiunte-114-emissioni-su-extramot/?refresh_ce

4. Concreta utilità dei *minibond* nel mercato italiano

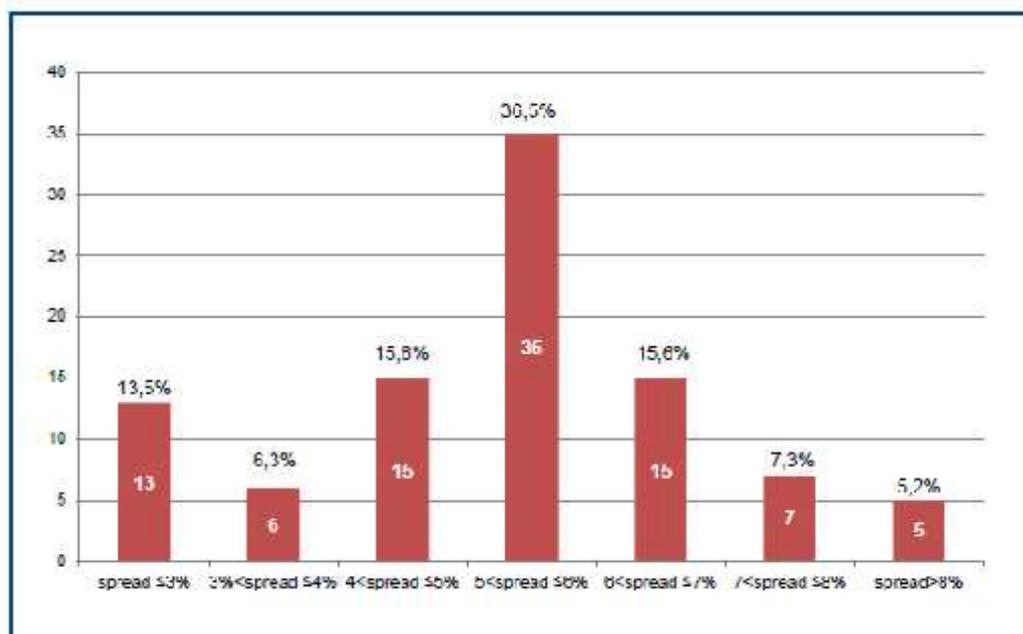
Possiamo ora analizzare come sia cambiata la situazione del mercato italiano alla luce delle innovazioni introdotte a partire dal Decreto Sviluppo.

Il quadro normativo è sostanzialmente concreto; il mercato cresce con ritmi costanti, e si prevede che, in futuro, gli investitori istituzionali e i *credit fund* possano assumere un ruolo sempre più definito e specializzato, grazie all'esperienza maturata in questi due anni.

Nonostante questo, però, ci sono due interrogativi fondamentali che possono farci comprendere se davvero queste modifiche sono state funzionali ad un miglioramento della condizione delle PMI, e sono i seguenti: le imprese intendono davvero confrontarsi con il mercato dei *mini bond*, e soprattutto, sono in grado di ottemperare alle promesse di remunerazione e rimborso?

Il Politecnico di Milano ha condotto un *Report sui Mini bond*, e i dati evidenziati da questo studio dimostrano che tali strumenti non rispondono davvero alle esigenze delle PMI di ridurre il costo del capitale di debito – almeno in questa situazione di mercato con tassi di interesse particolarmente bassi.

³⁶⁹ Luigi Dell'Olio, *Minibond a quota 5 miliardi*, *Economia&Finanza*, 10 Luglio 2015, consultabile all'indirizzo http://www.repubblica.it/economia/rapporti/obiettivo-capitale/mercati/2015/07/10/news/minibond_a_quota_5_miliardi-118781777/



La presente tabella confronta i risultati di un'analisi in cui, a partire dalle condizioni dei prestiti, considerando i costi di collocamento – non sempre alla pari – è stato calcolato lo *spread*³⁷⁰ di rendimento rispetto ai tassi interbancari.

Ciò per individuare un parametro immediato del costo dei *mini bond* per gli imprenditori, affinché possano confrontare l'alternativa bancaria.

Per i *mini bond* a tasso variabile è stato ricavato direttamente lo *spread*, per quelli con cedola fissa è stato considerato il tasso Eurirs alla scadenza coincidente con la durata del titolo.

Come possiamo osservare dalla tabella, il costo del capitale di debito collegato ai *mini bond* non è competitivo rispetto al credito bancario, soprattutto per le imprese in buona salute.

³⁷⁰ Differenza tra i tassi di rendimento di due titoli. I titoli che prendiamo in considerazione oggi sono quelli pubblici italiani a dieci anni, i BTP – Buoni del Tesoro poliennali – e di un altro Paese – la Germania. Qui ci riferiamo alla differenza tra i tassi di rendimenti dei *mini bond* e i tassi interbancari. Fabrizio Galimberti, *Perché lo spread è molto importante*, Il Sole24Ore, 15 Aprile 2012, consultabile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/cultura/2012-05-09/perche-spread-molto-importante-173630.shtml?uuid=AbCN0BaF>

Per oltre un terzo delle emissioni lo *spread* risulta compreso fra il 5% e il 6%.

Il vantaggio che arrecano i *mini bond* alle imprese deve essere quindi ricercato nella possibilità di diversificare le fonti di finanziamento, liberandosi dal monopolio bancario, dal pericolo di rinegoziazione delle condizioni di credito, o da una revoca del credito al mutare delle condizioni di mercato o per strategie bancarie.

Relativamente alla sostenibilità del debito, una ricerca volta al confronto tra la marginalità corrente delle emittenti e i flussi di cassa futuri a servizio della remunerazione dei *mini bond* non mette in luce situazioni di particolare rischio.

Per quanto concerne il rimborso del capitale, si ritiene che nella maggior parte dei casi si assisterà ad un rinnovo dei prestiti – *rollover*.

Affinché i *mini bond* possano diffondersi con successo tra le PMI, è necessaria una *governance* pronta a confrontarsi con il mercato del capitale, a differenza del vecchio modello italiano ancorato alla realtà familiare. Tali strumenti possono indurre le imprese verso una maggiore trasparenza e una gestione più competente, ma esterna al nucleo proprietari-azionisti.

Questa situazione potrebbe essere prodromica a successive operazioni di *private equity* o di quotazione dei titoli azionari nei mercati borsistici.

Nonostante questi vantaggi, possiamo evidenziare subito un problema legato alla strutturazione dell'operazione di emissione di *mini bond*: è troppo complessa.

La società necessita di uno *sponsor* nel caso delle cambiali finanziarie, ed essendo questo una SGR o una banca, la dipendenza dal sistema bancario viene accentuata maggiormente, anziché bypassata; un ulteriore riflesso dell'importanza

di questo canale possiamo riscontrarla anche relativamente ai *credit funds*, i cui canali distributivi ed emissioni dipendono fortemente dagli istituti di credito – e non rientrando tra i soggetti intermediari che svolgono attività bancaria, non sono sottoposti alla rigida regolamentazione e vigilanza al pari delle banche³⁷¹; l'ultimo bilancio deve essere valutato da un revisore o una società di revisione, che assegna un giudizio sul rischio che assumeranno gli investitori; devono essere rintracciati intermediari finanziari indipendenti che strutturino tutta l'operazione di emissione e collocamento dei *mini bond*.

Per rendere più appetibile tale strumento, tutta l'operazione dovrebbe essere impostata in modo più snello e le informazioni sul mercato essere più facilmente reperibili.

Inoltre, al di là dello *spread* evidenziato in precedenza tra tassi di rendimento dei *mini bond* ed interbancari, dobbiamo considerare anche, tra le spese, tutte le commissioni pagate ai soggetti che partecipano all'operazione, nonché la quotazione in Borsa, le garanzie per ottenere un *rating* più elevato e il premio per il rischio.

Alle dimensioni ridotte delle imprese cui sono rivolti i *mini bond* consegue un rischio di *default* nettamente superiore rispetto alle grandi emittenti.

Dovrebbero pertanto essere introdotti incentivi maggiori per ridurre i costi di emissione e gli interessi.

Relativamente alla tassazione delle rendite finanziarie, il Decreto Legge n. 66/2014 ne ha aumentato la tassazione, che è passata dal 20% al 26%.

³⁷¹ Silvio Bencini, Guido Tabellini, *L'alternativa dei mini bond*, Il Sole24Ore, consultabile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2014-03-09/1-alternativa-mini-bond-081604.shtml?uuid=ABW7On1>

Ciò pone un freno a tutti coloro che vogliono acquistare *mini bond*, poiché l'investimento potrebbe non rivelarsi conveniente, non rientrando in una categoria di *assets* fiscalmente protetta.

Descrivendo i *mini bond*, abbiamo osservato subito l'esclusività dello strumento, riservato unicamente agli investitori istituzionali, impedendo alla clientela privata di investire in quest'operazione.

Considerato l'alto profilo di rischio collegato alle PMI, quest'aspetto può essere positivo, ma si preclude l'investimento ad un'ampia categoria di finanziatori che, pur essendo *retail*, hanno un'adeguata cultura finanziaria per comprendere i vantaggi e gli svantaggi dell'operazione.

L'esclusività dei *mini bond* riguarda anche le imprese emittenti: sono infatti escluse le micro imprese, che costituiscono gran parte del tessuto produttivo italiano e sono maggiormente colpite dal *credit crunch*.

Una soluzione per aggirare il canale bancario – che, in assenza di un mercato di debito, rimane il primo destinatario dei *mini bond* – è rappresentata dai fondi di debito, che fungono da intermediari del settore, nonostante essi non possano erogare credito diretto.

Un ambito di possibile sviluppo è sicuramente quello delle cartolarizzazioni.

Considerato il ridotto taglio della singola emissione, e la conseguente illiquidità dell'operazione, la cartolarizzazione, come i *credit funds*, funge da “aggregatore”, consentendo la sottoscrizione di più emissioni obbligazionarie in *mini bond*.

Si creano pacchetti di titoli tendenzialmente omogenei, poiché gli SPV determinano le caratteristiche degli strumenti ammessi all'aggregazione, che rientrano in schemi predeterminati.

Si viene a creare dunque un intero portafoglio con un buon grado di diversificazione, che renderà meno rischioso l'investimento, sfruttando il principio di compensazione delle perdite con i guadagni derivanti da operazioni di successo³⁷².

Il rischio insito nell'operazione riguarda la trasparenza dell'impresa, la scarsa qualità dei *collateral*³⁷³ e la struttura degli ABS.

Come in tutte le cartolarizzazioni, sussiste la possibilità di emettere titoli poco trasparenti; in particolare per le emissioni obbligazionarie delle PMI c'è una maggiore difficoltà nel valutare la solidità finanziaria dell'impresa, per giudicare se l'ammontare emesso sia adeguato al progetto di investimenti.

Tale problematica potrebbe essere risolta grazie alla diversificazione garantita dall'aggregazione di titoli nel portafoglio.

Quanto alla qualità dei *collateral*, l'UE ha imposto requisiti di trasparenza *ad hoc* per ciascuna categoria di *collateral*, a garanzia del titolo nell'area Euro.

Tra questi, forse il più importante riguarda la possibilità per gli investitori di analizzare personalmente la qualità del credito, valutandone il rischio.

Ciò influisce sul terzo problema che abbiamo evidenziato: stante questo controllo dei finanziatori, le banche sono scoraggiate dal impacchettare negli ABS crediti poco redditizi o molto rischiosi.

³⁷² Politecnico di Milano, *Osservatorio Mini-Bond*, cit. nota 1.

³⁷³ Strumento finanziario che costituisce la garanzia di un'obbligazione. *Collateral*, consultabile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Collateral>

Inoltre, gli ABS *senior* delle PMI europee hanno un *credit enhancement*³⁷⁴ superiore a quello di tutti gli altri ABS *senior*, e i criteri di idoneità delle garanzie a sostegno dell'operazione sono molto più rigorosi.

Questi impongono una corretta e vera vendita legale, ammettendovi solo obbligazioni *senior* pubblicamente elencate e con un *rating* di un certo valore³⁷⁵.

Da un recente *report* di *Fitchratings* è emerso che tali operazioni hanno prodotto in Europa bassi tassi di perdita, che in Italia si attestano al di sotto dell'1%³⁷⁶.

Possiamo concludere le nostre osservazioni sulle cartolarizzazioni affermando che esse possono essere uno strumento funzionale per le PMI, per le banche in fase di *deleveraging* e per gli investitori che vogliono diversificare il portafoglio. Gli ABS europei, inoltre, sono tradizionalmente più sicuri rispetto a quelli statunitensi, a maggior ragione ora, grazie ai recenti progressi in tema di trasparenza e garanzie.

Tuttavia, un freno allo sviluppo di quest'operazione è dato dalla revisione del quadro di rischio di credito delle cartolarizzazioni, combinato a problemi di parità di trattamento nei regolamenti e nelle proposte UE.

La soluzione a questo problema è valutare tali operazioni per quello che sono effettivamente, e non in base alla "fama" diffusa in seguito alla crisi,

³⁷⁴ Tecniche che permettono di colmare il divario tra le qualità del portafoglio e la propensione al rischio degli investitori, di migliorare il *rating* e abbassare il tasso di emissione del prestito. *La cartolarizzazione dei crediti*, consultabile all'indirizzo <http://www.dirittoefinanza.it/La%20CARTOLARIZZAZIONE%20dei%20CREDITI%20la%20nuova%20normativa%20e%20i%20profili%20di%20vigilanza.htm>

³⁷⁵ 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.

³⁷⁶ Marcello Minenna, *La disponibilità della Bce sul Qe e i mini bond delle Pmi*, Il Sole24Ore, 9 agosto 2014, consultabile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2014-08-09/la-disponibilita-bce-qe-e-mini-bond-pmi-081442.shtml?uuiid=ABNcDniB>

eliminando il trattamento sfavorevole degli strumenti di cartolarizzazione più sicuri, senza violare i principi prudenziali³⁷⁷

Per incentivare i *mini bond* su scala europea, il Ministro dell'Economia Padoan, al Consiglio Ecofin tenutosi a Milano nel Settembre 2014, ha proposto la possibilità per la BCE di acquistare tali strumenti, favorendo così anche la reale disintermediazione bancaria e il rilancio dell'economia europea³⁷⁸.

In conclusione, possiamo affermare che tutte le riforme effettuate fino ad ora si propongono di sviluppare un mercato di capitali di debito per le PMI, in cui un ruolo fondamentale è giocato dai *mini bond*, quali strumenti alternativi al canale bancario nel finanziamento delle imprese, e dai fondi di debito, essenziali intermediari tra le società e i potenziali investitori.

È tuttavia emerso che la concreta utilità di questi strumenti potrà osservarsi solo nel medio-lungo periodo, non essendo ancora pienamente sviluppato il mercato e presentando la struttura dei *mini bond* caratteristiche che ne bloccano la totale diffusione.

³⁷⁷ Yves Mersch, *Banche, PMI e cartolarizzazione*, cit. nota 20.

³⁷⁸ Federico Fubini, *Mini-bond europei per salvare le imprese ecco la proposta italiana all'Ecofin di Milano*, La Repubblica, 11 Settembre 2014, consultabile all'indirizzo <http://ricerca.repubblica.it/repubblica/archivio/repubblica/2014/09/11/mini-bond-europei-per-salvare-le-imprese-ecco-la-proposta-italiana-allecofin-di-milano02.html>

BIBLIOGRAFIA

AIDEA e CRIF, Marzo 2014

Applicazione in Italia del Regolamento UE n. 575/2013 e della Direttiva 2013/36/UE, Banca d'Italia, Documento per la consultazione, Agosto 2013.
BCE, *Guida alla vigilanza bancaria*, Settembre 2014

Bompani Aldo, Catelani Edoardo, *Project bond & commercial paper. Obbligazioni garantite, subordinate, partecipative e cambiali finanziarie alla ricerca di investitori qualificati*, FrancoAngeli 2012, pag 26

Brescia Morra Concetta, *Il diritto delle banche. Le regole dell'attività*, il Mulino, 2012, collana Itinerari; *Le forme della vigilanza in L'ordinamento finanziario*, a cura di Carpiglione F., II edizione, Cedam, 2010, parte seconda, *Supervisione e regole dell'operatività*, capitolo IV, pp 301-351

Caccia R., Di Pillo V., *I project bond: profili civilistici, contabili e fiscali*, Bilancio&Imposte, n. 1/2013

Colivicchi Ilaria, *Il bilancio assicurativo nell'ottica di Solvency 2 e dei principi IAS/IFRS*, Università degli studi di Firenze, Settembre 2011

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, Dicembre 2010 aggiornato Giugno 2011, Banca dei Regolamenti internazionali

Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione, protocollo 648, Roma, 17 Febbraio 2012, oggetto: *turnover di portafoglio. Regole di calcolo dell'indicatore*
Corigliano Rocco, *Il venture capital*, 2001, Bancaria Editrice, Roma

Corte dei Conti, *Rapporto 2013 sul coordinamento della finanza pubblica*, maggio 2013

Del Bene Francesco, *Strumenti finanziari e regole MiFID*, 2009, Ipsoa, pag. 98, cfr Plateroti F., Vantellini E., D'Ippolito S., *La nuova direttiva sui servizi di investimento 2004/39/CE (MiFID)*, in Borsa Italiana, 2006, pp 40-53

Dugnani Roberta, *Finanza alternativa al credito bancario: le novità*, Amministrazione&Finanza, n. 1/2015, pag. 55

EUROSTAT, *New decision of Eurostat on deficit and debt – Treatment of public-private partnerships*, STAT/04/18, 11 Febbraio 2004

FEI, Dicembre 2014

Foschini Marcello, *Il diritto del mercato finanziario*, Giuffrè Editore, 2008

Gaetano Caputi, *Il finanziamento dell'economia reale e il ruolo dei fondi pensione*, Audizione del Direttore Generale Consob, Roma, 16 Aprile 2014

Galli Carlo, *Ostacoli di natura fiscale per gli strumenti di finanziamento delle imprese*, Corriere Tributario, n. 34/2012. 10 Settembre, pagg. 2609-2916

Gobbi Giorgio, Audizione nell'ambito dell'esame del disegno di legge n. 1541, concernente la conversione in legge del decreto legge 24 giugno 2014, n.91, Banca d'Italia

Grasso Renato, Linciano Nadia, Pierantoni Lucia, Siciliano Giovanni, *Le obbligazioni emesse dalle banche italiane*, Quaderni di Finanza, Consob, Luglio 2010 n. 67

L'accordo di Basilea 2, Il Sole 24 Ore, pp. 4-8, Settembre 2006

Magni Valeri, Gasparri Stefano, *Si avvicina al miliardo di euro la raccolta dei fondi specializzati sul private debt*, Luglio 2014, MondoAlternative

Marangoni Mario, *Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari*, Circolare n. 288/2015, Banca d'Italia

Marcello Raffaele, *Gli effetti dell'indeducibilità degli interessi passivi sulla redditività aziendale*, Redditi d'Impresa, Corriere Tributario n. 6/2009, pp 440-447

Marescalco Francesco, *La controversa genesi degli "istituti di moneta elettronica"*, in Professione Bancari, n. 3 Marzo 2005, pp 4-5

Mastromarini Pierpaolo, *Cartolarizzazione di minibond*, 14 Maggio 2015

Maximilian *Basilea II: panacea o opportunità mancata?* Moneta e Credito, n. 228, Dicembre 2004, pp 383-436

Mersch Yves, membro del consiglio esecutivo della BCE, discorso al Deutsche Boerse Clearstream "Exchange of Ideas", *Banche, PMI e cartolarizzazione*, Londra, 7 aprile 2014

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Documento di Economia e Finanza. Linee guida. Allegato infrastrutture 2013/2015*, Aprile 2012

Monaci Elena, *La struttura della vigilanza sul mercato finanziario*, 2007 Giuffrè Editore

Onado Marco, *Evoluzione dei criteri di vigilanza nel sistema bancario italiano*, in *Banca, impresa e società*, II edizione, 1983, pag. 141

ParisEuroplace, Marzo 2014

Politecnico di Milano, *Osservatorio Mini-Bond, I Report italiano sui Mini-Bond*, School of Management, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, Febbraio 2015

Quadro di valutazione dell'Unione dell'innovazione 2015, Commissione Europea, Bollettino UE n. 79, Giugno 2015

Renda Andrea, Lucchetta Giacomo, *L'Europa e le Piccole e Medie Imprese*, Dipartimento Politiche europee, Presidenza del Consiglio dei Ministri

Ricciardi Antonio, *Il fondo Italiano di Investimento*, n.5/2010, Amministrazione&Finanza, pp 61-66; *La gestione finanziaria delle PMI: criticità e possibili soluzioni*, n. 1/2009, pp 43-48 Amministrazione&Finanza

Rocco Giuseppe, *Risparmio privato e investimenti per la ripresa economica*, Diritto&Pratica del Lavoro, n. 5/2014, pp 295-301

Rossi Salvatore, *Una finanza per lo sviluppo*, Conferenza del Direttore Generale della Banca d'Italia e Presidente dell'IVASS, Sondrio, 12 Settembre 2014

Sarcinelli Mario, *Il sistema finanziario italiano alla metà degli anni 90: una difficile transizione*, in Moneta e Credito, n. 193, Marzo 1996, pp. 3-53

Scarabino Raffaella, *Gli strumenti finanziari partecipativi: inquadramento tipologico della fattispecie e profili di disciplina*, Gennaio 2009

Soldini Manuela, *Il regime fiscale dei mini bond fra deduzioni ed esenzioni*, Amministrazione&Finanza, volume 29, fascicolo 4, anno 2014, pagg. 32/35

Spada Vito, *Basilea III*, intervento presso l'Università del Salento, Dicembre 2011

Stella Richter Mario, *Diritto delle imprese*, in *Diritto delle società, Manuale breve*, a cura di N. Abriani, L. Calvosa, G. Ferri, G. Giannelli, F. Guerrera, G. Guizzi, C. Motti, M. Notari, A. Paciello, D. Regoli, G.A. Rescio, R. Rosapeppe, M. Stella Richter, A. Toffoletto, pp 395-424, Milano, Giuffrè Editore, 2012

Tommaso Silvia, *Fonti di finanziamento: l'effetto positivo della leva finanziaria*, Finanza&Credito, n. 3/2011, pp. 31-36

Visentini Gustavo, *Principi di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2006

Ziliotti Marco, Marchini Pier Luigi, *Crisi d'impresa, Analisi economica e modelli di regolazione*, FrancoAngeli, I edizione 2014

SITOGRAFIA

“*La nuova definizione di PMI*”, Pubblicazioni della Direzione Generale per le imprese e l’industria, consultabile all’indirizzo [file:///C:/Users/Amministratore/Downloads/Guida%20utente%20La%20nuova%20definizione%20MPMI%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Amministratore/Downloads/Guida%20utente%20La%20nuova%20definizione%20MPMI%20(1).pdf)

Ace: l’aiuto alla crescita economica, consultabile all’indirizzo www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/ace-193.htm

Arlotta Carlo, Consilia Business Management, *Project Bond: uno strumento per lo sviluppo del Paese*, ABE (Associazione per le banche estere in Italia), consultabile all’indirizzo http://www.banchestere.it/attachments/article/185/Project%20Bond_%20uno%20strumento%20per%20lo%20sviluppo%20del%20Paese.pdf

Ascari Guido, Brignoli Paola Elena, *La Crisi bancaria Svedese degli inizi anni '90*, Università degli Studi di Pavia, consultabile all’indirizzo http://economia.unipv.it/pagp/pagine_personal/gascari/sweden_lungo.pdf

Assonime, *Il finanziamento a medio e lungo termine delle imprese in Italia*, 4/2015, consultabile all’indirizzo <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/servletDocAllegati?idSelectedDocument=259602&idSelectedDocumentType=374&idSelectedAttach=259603&reserved=false>

Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, sito consultabile all’indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:mi0071>

Aversa Giovanni, *Mini bond, cambiali finanziarie e obbligazioni partecipative: nuovi strumenti di finanziamento per le PMI*, consultabile all’indirizzo <http://www.bankpedia.org/index.php/it/115-italian/m/23888-mini-bond-cambiali-finanziarie-e-obbligazioni-partecipative-nuovi-strumenti-di-finanziamento-per-le-pmi-enciclopedia>

Banca d’Italia, *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d’Italia*, 26 Maggio 2015, consultabile all’indirizzo http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-gestione/2015/re_l_gest_BI_14.pdf; *Vigilanza sul sistema bancario e finanziario*, consultabile all’indirizzo <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/>

Banca, consultabile all’indirizzo <http://www.treccani.it/enciclopedia/banca/>
Basilea III: pubblicati i risultati dell’azione di monitoraggio svolta dal BCBS sulle banche, 24-09-2015 consultabile all’indirizzo <http://www.dirittobancario.it/news/requisiti-patrimoniali/basilea-3-comitato-di-basilea-pubblica-i-risultati-dell-azione-di-monitoraggio-svolta-sulle-banche>

Belardi Guglielmo, *I mini bond: nuovi canali di finanziamento alle imprese a supporto della crescita e dello sviluppo*, Link Campus University, Roma, 15 Luglio 2015, consultabile all'indirizzo http://www.unilink.it/wp-content/uploads/150715_FdG_mini-bond_LCU_Belardi_fascicolo.pdf

Bencini Silvio, Tabellini Guido, *L'alternativa dei mini bond*, Il Sole24Ore, consultabile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2014-03-09/1-alternativa-mini-bond-081604.shtml?uuid=ABW7On1>

Bond ibridi, consultabile all'indirizzo [http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/B/Bond-ibridi.shtml?uuid=6b05ef52-5802-11dd-93cb-a54c5cfd900&DocRulesView=Libero](http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/B/Bond-ibridi.shtml?uuid=6b05ef52-5802-11dd-93cb-a54c5cfd900&DocRulesView=Libero;);
consultabile all'indirizzo <http://www.studiocerbone.com/bond-ibridi/>

Bond investment grade, consultabile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-11-16/bond-investment-grade-134148.shtml?uuid=AarQ81LE>

Borsa Italiana, *Mot ed ExtraMot*, consultabile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/obbligazioni/brochuremotedextramot.pdf>;
ExtraMot Pro, consultabile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/segmento-professionale/extramot-pro/extramot-pro.htm>

Branzoli Nicola, Guazzarotti Giovanni, “*Il mercato dei private placement per il finanziamento delle imprese*”, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 262, Marzo 2015, consultabile all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2015-0262/QEF_262.pdf

Brochure di AIM Italia – Mercato alternativo del capitale, consultabile su www.borsaitaliana.it

Brownfield, consultabile all'indirizzo <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/brownfield.html>

Calugi Roberto, Morelli Valentina, Paglietti Gianmarco, *I mini bond, Istruzioni per l'uso*, Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza e Camera di Commercio di Milano, 2014, consultabile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/pro-link/studiericerche/minibondistruzioniperluso2014.pdf>

Calugi Roberto, Paglietti Gianmarco, *I mini bond, istruzioni per l'uso*, Consorzio Camerale per il credito e la finanza, Camera di Commercio di Milano, consultabile all'indirizzo http://www.consorziocamerale.eu/writable/documenti/DOC_20140417173942.pdf

Camera di Commercio Industria Artigianato e Agricoltura di Macerata, *I metodi di ponderazione del rischio*, consultabile all'indirizzo

<http://www.mc.camcom.it/uploaded/Allegati/Promozione/Doc/Doc-04-Basilea-2.pdf>; *Gli strumenti di mitigazione del rischio*, consultabile all'indirizzo <http://www.mc.camcom.it/uploaded/Allegati/Promozione/Doc/Doc-05-Basilea-2.pdf>

Cantino Valter, *Obbligazioni partecipative e subordinate*, presentazione del 21 Febbraio 2013, consultabile all'indirizzo <http://epic.it/it/obbligazioni-partecipative-e-subordinate>

Caputi Gaetano, *Il finanziamento dell'economia reale e il ruolo dei fondi pensione*, Audizione del Direttore Generale CONSOB, Roma, 16 Aprile 2014, consultabile all'indirizzo http://www.consob.it/main/documenti/pubblicazioni/audizioni/Audizione_fondi_pensione_20140416.htm?nonewsearch=1

Carta commerciale, consultabile all'indirizzo <http://www.bper.it/nuovatrascparenza/PartePrima/10%2003%20carta%20commerciale.pdf>

CEBS *Position paper on a countercyclical capital buffer* (Luglio 2009) consultabile all'indirizzo www.c-eps.org/getdoc/715bc0f9-7af9-47d9-98a8-778a4d20a880/CEBS-position-paper-on-a-countercyclicalcapital-b.aspx

Cenerini Giacinto, *Analisi di bilancio*, Università degli Studi di Urbino "Carlo Bo", consultabile all'indirizzo http://www.econ.uniurb.it/materiale/4045_ANALISI%20DI%20BILANCIO%20-%20PARTE%20I.pdf

Center for Entrepreneurial and Financials Studies dell'Università di Monaco per conto dell'EVCA

Centro Studi Finanza, *Il Private Equity come strumento di finanziamento*, consultabile all'indirizzo http://www.centrostudifinanza.it/index.php?option=com_content&view=article&id=127:il-private-equity-come-strumento-di-finanziamento&catid=58:private-equity&Itemid=114

Cervino Giancarlo, *Sottocapitalizzazione delle imprese italiane*, consultabile all'indirizzo <http://www.tlas.eu/2012/12/sottocapitalizzazione-delle-imprese.html>

Che cos'è il rating, consultabile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/rating.htm>

Collateral, consultabile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Collateral>

Commissione Europea, Libro Verde, *Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, Bruxelles, 18 Febbraio 2015, consultabile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=COM:2015:63:FIN>

Cosa sono gli stress test della BCE, consultabile all'indirizzo <http://www.ilpost.it/2014/10/27/stress-test/>

Cosa sono i prodotti derivati, consultabile all'indirizzo http://www.consob.it/main/trasversale/risparmiatori/investor/prodotti_derivati/cosasono_prodottiderivati.html

Cosa sono I subprime? consultabile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutuisubprime.htm>

Credit crunch, consultabile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/C/Credit-crunch.shtml?uuid=ddfd09c6-5804-11dd-93cb-a54c5cfd900DocRulesView=Libero;>

consultabile all'indirizzo <http://www.pmi.it/tag/credit-crunch>; Dizionario di Economia e Finanza, 2012, consultabile all'indirizzo [http://www.treccani.it/enciclopedia/credit-crunch_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/credit-crunch_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

Criscione Antonio, *PMI sul mercato? Serve semplicità*, Il Sole24Ore, Maggio 2015, consultabile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2015-05-16/pmi-mercato-serve-semplicita-081351.shtml?uuid=AB5zEThD>

Crowdfunding, consultabile all'indirizzo [http://www.treccani.it/vocabolario/crowdfunding_\(Neologismi\)/](http://www.treccani.it/vocabolario/crowdfunding_(Neologismi)/)

Culicchi Roberto, Puna Juljan, *I nuovi strumenti di finanziamento per le imprese: i c.d. Mini-bonds*, Approfondimenti di Diritto Bancario, 16 gennaio 2014, consultabile all'indirizzo <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/i-nuovi-strumenti-di-finanziamento-le-imprese-i-cd-mini-bonds>

D'Angelo Paola, *Mini bond: nuova finanza per le PMI*, Equity Markets, Borsa Italiana, consultabile all'indirizzo http://www.econ.uniurb.it/materiale/9995_20150310%20Finanza%20per%20le%20PMI.pdf

Deleverage, consultabile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-05-05/deleverage132237.shtml?uuid=AaAS4XUD>

Dell'Olio Luigi, *Minibond a quota 5 miliardi*, Economia&Finanza, 10 Luglio 2015, consultabile all'indirizzo http://www.repubblica.it/economia/rapporti/obiettivo-capitale/mercati/2015/07/10/news/minibond_a_quota_5_miliardi-118781777/

Delugan Marco, *“Il profilo dell’investitore e la tolleranza al rischio”*, consultabile all'indirizzo <http://www.soldionline.it/guide/basi-investimento/il-profilo-dell-investitore-e-la-tolleranza-al-rischio>

Di Antonio Paolo, *Il sistema finanziario*, consultabile all'indirizzo http://www.unite.it/UniTE/Engine/RAServeFile.php/f/File_Prof/DI_ANTONIO_707/Il_sistema_dei_controlli.pdf

Dominici Gandolfo, *Il ruolo degli investitori istituzionali nella formazione del capitale di rischio delle PMI*, consultabile all'indirizzo https://www.researchgate.net/publication/215912341_Il_ruolo_degli_investitori_istituzionali_nella_formazione_del_capitale_di_rischio_delle_piccole_e_medie_imprese%28The_role_of_institutional_investors_for_the_formation_of_equity_capital_in_SME%29

Due diligence, consultabile all'indirizzo <http://www.treccani.it/enciclopedia/due-diligence/>

Equity, consultabile all'indirizzo <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/common-equity.html>

Ferragina Francesco, *La quotazione in Borsa delle piccole/medie imprese*, consultabile all'indirizzo <http://www.kon.eu/download-d85.html>

Forcignanò Eleonora, Ghielmi Corrado, *Le innovazioni in materia di finanza aziendale a seguito dei "Decreti Crescita" – I mini – bond e le cambiali finanziarie*, Aprile 2014, consultabile all'indirizzo <https://www.unina.it/documents/11958/7736779/ATT00162.pdf>

Fortarezza Antonio, *Valutazione del merito creditizio, criteri generali*, Gennaio 2007, consultabile all'indirizzo http://studiofa.it/documenti_studiofa/valutazione_merito_creditizio.pdf

Fubini Federico, *Mini-bond europei per salvare le imprese ecco la proposta italiana all'Ecofin di Milano*, La Repubblica, 11 Settembre 2014, consultabile all'indirizzo <http://ricerca.repubblica.it/repubblica/archivio/repubblica/2014/09/11/mini-bond-europei-per-salvare-le-imprese-ecco-la-proposta-italiana-allecofin-di-milano02.html>

Galbusera Mirco, *Minibond, raggiunte 114 emissioni su ExtraMOT*, 3 Luglio 2015, consultabile all'indirizzo http://www.investireoggi.it/obbligazioni/minibond-raggiunte-114-emissioni-su-extramot/?refresh_ce

Galimberti Fabrizio, *Perché lo spread è molto importante*, Il Sole24Ore, 15 Aprile 2012, consultabile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/cultura/2012-05-09/perche-spread-molto-importante-173630.shtml?uuid=AbCN0BaF>

Golino Claudia, *Il mercato finanziario per le piccole e medie imprese tra difficoltà della crisi economica e nuove prospettive*, Università Telematica

Internazionale Uninettuno, 6 Giugno 2014, consultabile all'indirizzo <http://docplayer.it/708130-II-mercato-finanziario-per-le-piccole-e-medie-imprese-tra-difficolta-della-criasi-economica-e-nuove-prospettive-di-claudia-golino-6-giugno-2014.html>

Greco Alessandro, Ricciardi Raffaele, Scozzari Carlotta, *Stress test: le pagelle di tutte le banche italiane. Bocciate Mps e Carige*, 26 Ottobre 2014, consultabile all'indirizzo http://www.repubblica.it/economia/2014/10/26/news/stress_test_bce_banche_italiane-99048871/?ref=search

Il Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria, consultabile all'indirizzo <http://www.camera.it/leg17/1049?tema=779&II+Sistema+europeo+delle+autorit%C3%A0+di+vigilanza+finanziarie>

Il sistema finanziario italiano, consultabile all'indirizzo http://www.econ.uniurb.it/materiale/4818_1_Struttura%20Finanziaria.pdf

Il sistema finanziario italiano, consultabile all'indirizzo http://www.econ.uniurb.it/materiale/4818_1_Struttura%20Finanziaria.pdf

Iniziativa Comunitaria Equal II Fase, *Il fabbisogno finanziario*, consultabile all'indirizzo <http://docplayer.it/3496327-Iniziativa-comunitaria-equal-ii-fase-it-g2-cam-017-futuro-remoto-dispensa-il-fabbisogno-finanziario.html>

Ipo – Offerta Pubblica Iniziale, consultabile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=IPO%20-%20Offerta%20Pubblica%20Iniziale>

La cartolarizzazione dei crediti, consultabile all'indirizzo <http://www.dirittoefinanza.it/La%20CARTOLARIZZAZIONE%20dei%20CREDITI%20la%20nuova%20normativa%20e%20i%20profili%20di%20vigilanza.htm>

La crisi dei mutui subprime, consultabile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/crisimutuisubprime.htm>

La leva finanziaria, consultabile all'indirizzo <http://www.consob.it/web/investor-education/la-leva-finanziaria>

Laura Ziani, *Investitore istituzionale*, consultabile all'indirizzo [http://www.treccani.it/enciclopedia/investitore-istituzionale_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/investitore-istituzionale_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

Le banche e il loro ruolo nella crisi – La teoria del ciclo economico, consultabile all'indirizzo <http://huriel.oneminutesite.it/>

Leofreddi Piergiorgio, Campari Azzurra, *Il procedimento di ammissione a quotazione dei Mini bond presso l'ExtraMOT PRO*, Simmons&Simmons, Aprile 2014, consultabile all'indirizzo <https://www.unina.it/documents/11958/7736779/ATT00164.pdf>

Leva finanziaria, consultabile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Leva%20Finanziaria>; consultabile all'indirizzo <http://bankpedia.org/index.php/it/113-italian/1/20858-leva-finanziaria>

Listing fee, consultabile all'indirizzo <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/listing-fee.html>

Lordista, consultabile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Lordista>

Marchesoni Maria Adelaide, Valeria Novellini, *Le mosse di Mondadori e i segreti dei covenant*, Aprile 2009, consultabile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2009/04/Nota-finanziaria-mondadori-pirelli-covenant.shtml>

Mariani Rossella, Zitiello e Associati Studio Legale, *Minibond: un canale di finanziamento alle imprese alternativo al sistema bancario*, Giugno 2014, consultabile all'indirizzo http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/mariani_r._minibond_un_canale_di_finanziamento_alle_imprese_alternativo_al_sistema_bancario_2014_0.pdf

Mauri Alessandro, *Basilea 3 e gli effetti su credito e redditività*, consultabile all'indirizzo <http://www.europinione.it/basilea-3-gli-effetti-credito-redditivita/>

Mele Giulia, *Finanziamenti alla PMI da parte delle imprese assicurative*, Dicembre 2014, consultabile all'indirizzo <https://www.finriskalert.it/?p=1935>; *Nuovi strumenti di finanziamento per le imprese*, 13 Ottobre 2014, consultabile all'indirizzo <https://www.finriskalert.it/?p=1714>

MiFID e nuova classificazione della clientela, consultabile all'indirizzo http://www.assoconsulenza.eu/Resources/MIFID_E_%20CLASSIFICAZIONE_DE.pdf

Minenna Marcello, *La disponibilità della Bce sul Qe e i mini bond delle Pmi*, Il Sole24Ore, 9 agosto 2014, consultabile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2014-08-09/la-disponibilita-bce-qe-e-mini-bond-pmi-081442.shtml?uuid=ABNcDniB>

Minetti Raoul, *Che cos'è il credit crunch?*, Il Post, 23 Febbraio 2012, consultabile all'indirizzo <http://www.ilpost.it/2012/02/23/credit-crunch/>

Minibond e accesso al credito, tutte le nuove norme introdotte dal Decreto Destinazione Italia, 13 Gennaio 2014, consultabile all'indirizzo <http://bebeez.it/2014/01/13/minibond-e-accesso-al-credito-tutte-le-nuove-norme-introdotte-dal-decreto-destinazione-crescita/>

Ministero dell'Economia e delle Finanze, Fondo Italiano di Investimento, *I primi tre anni di attività*, Roma, 12 Febbraio 2014, consultabile all'indirizzo http://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/comunicati/2014/documenti/Sintesi_attivitx_FII_per_Conferenza_Stampa_def_x2x_-_Allegato_al_comunicato_n._38_del_12_febbraio_2014.pdf

Ministero dello Sviluppo Economico, *Fondo di garanzia per le PMI*, consultabile all'indirizzo <http://www.mise.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/fondo-di-garanzia-per-le-pmi?layout=list>; *Fondo di Garanzia: i benefici per il sistema*, consultabile all'indirizzo www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/?option=com_content&view=article&viewType=1&id=2016435; *Investiamo sul rilancio dell'Italia, Fondo Centrale di Garanzia per le Pmi*, Osservatorio del Comitato di Gestione, Giugno 2011, consultabile all'indirizzo http://www.anica.it/online/news/seminario7giugno2011_Schede%20Fondo%20Centrale%20di%20Garanzia%20per%20le%20PMI.pdf

Molino Stefano, *L'attività di venture capital: dalla strategia all'execution*, consultabile all'indirizzo http://www.unifg.it/sites/default/files/allegatiparagrafo/04-07-2013/ilo2_ws26_10_2010_molino.pdf

Morettini Lucio, *Analisi dell'evoluzione del sistema finanziario e della struttura bancaria*, consultabile all'indirizzo http://www.issirfa.cnr.it/regioni_sistemacreditizio/attachments/article/179/Analisi%20evoluzione%20del%20sistema%20finanziario%20e%20della%20struttura%20bancaria.pdf

Nardon Martina, *Un'introduzione al rischio di credito*, n. 123/2004, Università Cà Foscari di Venezia, consultabile all'indirizzo http://www.unive.it/media/allegato/DIP/Economia/Working_papers-ex-matematica-applicata/wp123-04.pdf

Nettista, consultabile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Nettista>

Ninfolè F., *Basilea 3, banche in ritardo sui requisiti di liquidità*, Milano Finanza, Marzo 2015, consultabile all'indirizzo <http://www.milanofinanza.it/news/basilea-3-banche-in-ritardo-sui-requisiti-di-liquidita-201503031833545241>

Non performing loans, consultabile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/non-performing-loans137.htm>

Obbligazioni ibride: le caratteristiche, consultabile all'indirizzo <http://www.professionefinanza.com/scheda.php?id=8093>

Ongaro Marco, *Analisi dei mini bond*, consultabile all'indirizzo <http://www.leaders.it/wp-content/uploads/2013/05/Minibond-analisi-di-Marco-Ongaro-Leaders1.pdf>

Padovani Stefano, Giarretta Andrea, *Minibond: la disciplina dopo le nuove disposizioni*, Il Sole24Ore, 28 Aprile 2014, consultabile all'indirizzo <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2014-04-28/minibond-disciplina-nuove-disposizioni-121821.php>

Paglietti Gianmarco, *Minibond: leva strategica o strumento di nicchia?*, Consorzio Camerale per il credito e la finanza, Anno VI, Numero 45, Novembre 2013, pagg 1-27 consultabile all'indirizzo http://www.consorziocamerale.eu/writable/newsletter/NLE_2013112223519.pdf

Palombi Elia, *Imprese, tutte le tecniche di finanziamento*, consultabile all'indirizzo http://www.academia.edu/8116426/Tecniche_di_finanziamento_per_le_impres

Partenariato pubblico privato, consultabile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Diritto/P/Partenariato-pubblico-privato.shtml?uuid=472f2272-58b8-11dd-9534-b5e47a9a4888&DocRulesView=Libero>

Pencarelli Tonino, Gabbianelli Linda, “*Il finanziamento dello sviluppo*”, tratto da DiBerdardo, Gandolfi, Tunisini, “*Economia e Management delle imprese*”, consultabile all'indirizzo <http://docplayer.it/6724936-Tratto-da-economia-e-management-delle-imprese-dibernardo-gandolfi-tunisini-a-cura-di-tonino-pencarelli-linda-gabbianelli.html>

Prestito mezzanino, consultabile all'indirizzo <http://lbconsultingsrl.it/index.php/impres/prestito-mezzanino>

Project finance, consultabile all'indirizzo <http://territoieinnovazione.mit.gov.it/tipologie-di-ppp/project-finance.html>

Project financing, consultabile all'indirizzo http://www.treccani.it/diritto/approfondimenti/diritto_amministrativo/project_financing.html

Rannelletta Felluga Carlo, *Il ruolo dei credit fund nel mercato dei mini bond*, consultabile all'indirizzo http://www.consorziocamerale.eu/writable/documenti/DOC_20140417171558.pdf

Relazione annuale della Banca d'Italia, presentata all'Assemblea Ordinaria dei Partecipanti, anno 2011, Roma, 31 Maggio 2012, consultabile all'indirizzo http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2011/rel11_totale.pdf

Repo, consultabile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100->

parole/Economia/R/Repo.shtml?uuid=11ed0626-5807-11dd-93cb-a54c5cfd900&DocRulesView=Libero

Righetti Marco, *La crescita auto sostenuta di un'azienda*, Il commercialista telematico, consultabile all'indirizzo <http://www.commercialistatelematico.com/articoli/2008/04/la-crescita-autosostenuta-di-unazienda.html>

Ruozzi Roberto, Ferrari Pierpaolo, *Il rischio di liquidità nelle banche: aspetti economici e profili regolamentari*, paper 90, Febbraio 2009, consultabile all'indirizzo <http://www.unibs.it/sites/default/files/ricerca/allegati/Paper90.pdf>

Santorsola Giuseppe Guglielmo, *Il sistema finanziario*, consultabile all'indirizzo

http://www.economia.uniparthenope.it/modifica_docente/santorsola/INTERMEDIARI_E_FINANZIAMENTI_D%60AZIENDA_01_-_IL_SISTEMA_FINANZIARIO.PDF;

La regolamentazione e la vigilanza, Università Parthenope, consultabile

all'indirizzo http://www.economia.uniparthenope.it/modifica_docente/santorsola/INTERMEDIARI_E_FINANZIAMENTI_D%60AZIENDA_23_-_LA_REGOLAMENTAZIONE_E_LA_VIGILANZA.PDF;

Analisi della struttura finanziaria, consultabile

all'indirizzo http://www.economia.uniparthenope.it/modifica_docente/santorsola/INTERMEDIARI_E_FINANZIAMENTI_D%60AZIENDA_02-ANALISI_STRUTTURA_FINANZIARIA.PDF

Sartori Andrea, *I project bond in Italia: problemi e prospettive*, Centro di ricerche in analisi economica e sviluppo economico internazionale, Università Cattolica del Sacro Cuore, Ottobre 2013, consultabile all'indirizzo http://centridiricerca.unicatt.it/cranec_crn1303.pdf

Scannapietro Dario, *Un project bond per la ripresa europea*, Il Sole24Ore, Dicembre 2010, consultabile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2010-12-14/project-bond-ripresa-europea-063850.shtml?uuid=AYmIqWrC>

Senza garanzia, consultabile all'indirizzo <http://www.bankpedia.org/index.php/it/127-italian/s/22365-senza-garanzia>

Silvello Andrea, *BarometroMini bond, Market trends*, 30.06.2015, consultabile all'indirizzo <http://minibonditaly.it/approfondimento/barometro-minibond-market-trends-dati-aggiornati-al-30062015.html>

Sistema finanziario, sito consultabile all'indirizzo <http://www.consob.it/web/investor-education/il-quadro-regolamentare-europeo>

Società pubbliche, consultabile all'indirizzo [http://www.treccani.it/enciclopedia/societa-pubbliche_\(Diritto_on_line\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/societa-pubbliche_(Diritto_on_line)/)

Stefano Masullo, *“Mifid e nuova classificazione della clientela”*, consultabile all'indirizzo

http://www.assoconsulenza.eu/Resources/MIFID_E_%20CLASSIFICAZIONE_DE.pdf

The Small Business Act for Europe, consultabile all'indirizzo <http://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly-environment/small-business-act/>

Tonetti Alessandro, *Il finanziamento delle infrastrutture*, Giornale di diritto amministrativo, n. 3/2013, consultabile all'indirizzo http://www.irpa.eu/wp-content/uploads/2011/10/Tonetti_Il-finanziamento-delle-infrastrutture_Gda-3.2013.pdf

Trade-off consultabile all'indirizzo [http://www.treccani.it/enciclopedia/trade-off_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/trade-off_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

Valore aggiunto, Dizionario di Economia e Finanza, 2012, consultabile all'indirizzo [http://www.treccani.it/enciclopedia/valore-aggiunto_\(Dizionario_di_Economia_e_Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/valore-aggiunto_(Dizionario_di_Economia_e_Finanza)/)

Vecchi Valentino, *Il funzionamento della "leva finanziaria"*, Università di Napoli, Economia e Gestione delle Imprese, consultabile all'indirizzo <http://www.federica.unina.it/economia/economia-e-gestione-delle-impres/leva-finanziaria/>

Villani Vittoria, Borzacchini Carlo, Loizzo Giovanni, Cordiali Chiara, De Angelis Giuseppe, *La quota di mercato*, Università di Urbino, consultabile all'indirizzo http://www.econ.uniurb.it/materiale/6228_LA%20QUOTA%20DI%20MERCATO.pdf