



Dipartimento di Economia e Finanza
Cattedra: Diritto dei mercati e degli intermediari finanziari (corso
progredito)

*Fallimento del “one-size-fits-all” a favore di un approccio
più proporzionale. Un’occasione di rinascita delle PMI,
motore pulsante dell’economia reale.*

RELATORE
Prof.ssa Mirella Pellegrini

CANDIDATO
Giuseppe Locantore
matr. 684581

CORRELATORE
Prof.ssa Paola Lucantoni

ANNO ACCADEMICO 2018/2019

Indice

| | |
|--|----|
| INTRODUZIONE | 5 |
| 1 Gli Accordi di Basilea e la loro applicazione..... | 6 |
| 1.1 Basilea 1: nuovi standard mondiali | 6 |
| 1.1.1 Limiti e conseguenze di Basilea 1 | 9 |
| 1.2 Basilea 2 e i tre pilastri | 10 |
| 1.2.1 I Requisiti Patrimoniali..... | 10 |
| 1.2.2 Controllo prudenziale | 12 |
| 1.2.3 Disciplina di mercato..... | 13 |
| 1.3 Crisi finanziaria | 14 |
| 1.4 Basilea 3 | 16 |
| 1.4.1 I difetti di Basilea 2 e la necessità di un approccio di riparazione <i>tout court</i> | 16 |
| 1.4.2 Caratteristiche chiave dei CRR/CRD IV | 22 |
| 1.4.2.1 Qualità del capitale..... | 23 |
| 1.4.2.2 Il nuovo indice di <i>leverage</i> | 25 |
| 1.4.2.3 Gli standard di liquidità..... | 25 |
| 1.4.3 CRR/CRD IV nella cornice dell’Unione Bancaria | 27 |
| 1.5 La filosofia di trasposizione europea degli Accordi di Basilea: l’approccio “ <i>one-size-fits-all</i> ” | 30 |
| 1.6 La diversa filosofia di trasposizione negli Stati Uniti: un approccio più proporzionale | 33 |
| 1.7 c.d. Basilea 4 | 36 |
| 2 Conseguenze ed effetti: il caso specifico della riforma delle BCC | 38 |
| 2.1 Banche Popolari e di Credito cooperativo nel nuovo set di regole | 38 |
| 2.2 Evoluzione normativa delle BCC: dal <i>Rerum Novarum</i> alla riforma del diritto societario | 39 |
| 2.3 La necessità di un cambiamento | 40 |
| 2.4 L’ <i>iter</i> della riforma | 41 |
| 2.5 La riforma delle BCC (l. 8 aprile 2016 n.49) ed aspetti critici..... | 43 |
| 2.6 La “Controriforma”: un’opportunità sprecata | 45 |
| 2.7 Possibili soluzioni per la sopravvivenza delle BCC | 48 |

| | |
|--|-----------|
| 2.7.1 Gruppi “Macroregionali” | 49 |
| 2.7.2 IPS..... | 51 |
| 3 PMI: Canali di finanziamento alternativi a quello bancario..... | 55 |
| 3.1 PMI: colonna portante dell’economia europea..... | 55 |
| 3.2 Caratteristiche strutturali delle PMI italiane | 56 |
| 3.3 Il fenomeno del <i>credit crunch</i> | 60 |
| 3.4 Canali alternativi di finanziamento..... | 64 |
| 3.4.1 Finanza strutturata | 65 |
| 3.4.1.1 La cartolarizzazione dei crediti | 68 |
| 3.4.1.2 Il <i>project finance</i> | 69 |
| 3.4.1.3 Le operazioni di <i>structured leasing</i> | 72 |
| 3.4.2 L’intervento del legislatore | 74 |
| 3.4.2.1 I mini-bond..... | 74 |
| 3.4.2.1.1 Limiti della previgente disciplina..... | 75 |
| 3.4.2.1.2 Caratteristiche e funzioni..... | 76 |
| 3.4.2.2 I Piani Individuali di Risparmi (c.d. PIR)..... | 78 |
| 3.5 L’evoluzione del mercato e i fondi di <i>private debt</i> | 80 |
| 3.6 Relazione tra mini-bond e aumento dei fondi di <i>private debt</i>..... | 82 |
| Conclusioni..... | 85 |
| Bibliografia | 86 |
| Sitografia | 89 |

INTRODUZIONE

Questo elaborato intende affrontare il tema relativo ai differenti approcci utilizzati dalle più grandi economie del mondo occidentale nel recepimento degli Accordi di Basilea. Da una parte, l'Europa con la filosofia espressa dal concetto del *one-size-fits-all*, dall'altra, gli Stati Uniti d'America con il loro approccio "a livelli". La differenza sostanziale tra i due approcci si estrinseca al momento dell'utilizzo di discriminanti qualitative e quantitative in riguardo ai soggetti regolamentati in America, cosa che non avviene dall'altro lato dell'Atlantico. La situazione in cui verte l'economia europea, dove si avvertono ancora gli effetti della crisi finanziaria e della crisi dei debiti sovrani, dipende anche da questa diversa filosofia applicata. Mentre il mercato americano è riuscito a risollevarsi anni fa, il nostro ha da poco iniziato a dare segni di ripresa. Nello specifico, regole sempre più stringenti, applicate a tutte le banche indiscriminatamente, sono gravate maggiormente sulle banche di dimensione ridotta. Queste ultime non sono così state in grado di adattarsi, o, quanto meno, hanno fatto molta più fatica di quelle caratterizzate da una struttura idonea ai modelli su cui si erigono le regolamentazioni. Questa distorsione ha ovviamente degli effetti sull'economia reale e in questa sede tratteremo dello specifico caso dell'economia italiana. A partire dall'indebolimento delle banche di dimensione ridotta, rappresentate dalla categoria delle banche popolari e di credito cooperativo, è scaturito un processo di evoluzione normativa e di mercato tradottosi nell'eliminazione di questi istituti nella loro storica accezione, come si vedrà nel secondo capitolo. Punto nodale della discussione è che tali istituti sono, o quanto meno erano, al centro del sistema di finanziamento delle PMI. Nel terzo ed ultimo capitolo, infatti, si affronterà la tematica relativa ai canali di finanziamento di piccole e medie imprese alternativi a quello bancario. Partendo dal dato secondo cui il 99% delle imprese sul territorio europeo appartiene a questa categoria, se ne deduce quanto siano importanti per la stabilità dell'intero sistema economico. Esse sono definite l'"ossatura" dell'economia europea, sono il motore pulsante della stessa. Da ciò si comprende perché il legislatore abbia emanato i provvedimenti a loro tutela, di cui si cercherà infine di comprendere gli effetti in relazione all'evoluzione del mercato e dei suoi attori.

1 Gli Accordi di Basilea e la loro applicazione

1.1 Basilea 1: nuovi standard mondiali

La regolamentazione conosciuta come Basilea 1, è stata formulata e adottata nel 1988 dal Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria (CBVB). Quest'ultimo è stato costituito nel dicembre del 1974 dai Governatori delle banche centrali del G10¹ ed è "il principale organismo di definizione degli standard internazionali per la regolamentazione prudenziale del settore bancario. Esso fornisce una sede per la cooperazione in materia di vigilanza bancaria. Il suo mandato consiste nel rafforzare la regolamentazione, la vigilanza e le prassi bancarie a livello mondiale allo scopo di accrescere la stabilità finanziaria."² . Ad oggi, i membri aderenti al CBVB sono le banche centrali e gli organismi direttamente competenti per la vigilanza bancaria dei seguenti paesi: Arabia Saudita, Argentina, Australia, Belgio, Brasile, Canada, Cina, Corea, Francia, Germania, Giappone, Hong Kong, India, Indonesia, Italia, Lussemburgo, Messico, Olanda, Regno Unito, Russia, Singapore, Spagna, Stati Uniti, Sudafrica, Svezia, Svizzera e Turchia. Bisogna, però, dire che il CBVB non è custode di alcuna autorità sovranazionale formale. Tutte le sue decisioni emanate (linee guida, *best practice* e standard) non sono giuridicamente vincolanti. Infatti per adempiere il proprio mandato il CBVB fa affidamento sugli impegni presi dai singoli membri³. Ad esempio, nel caso di banche operanti in uno degli stati membri dell'Unione Europea, l'obbligatorietà delle indicazioni del Comitato di Basilea sul capitale minimo discende anche dal loro recepimento da parte del legislatore comunitario nelle direttive sulle imprese bancarie, assicurative e finanziarie. Questo Accordo è stato infatti recepito nella Direttiva 647/1989 che descrive minuziosamente le caratteristiche che brevemente illustrerò. La stesura di questi accordi nasce prevalentemente per rispondere alla necessità di uno schema normativo uniforme in tema di adeguatezza patrimoniale delle banche, con l'obiettivo di rafforzare la

¹ Il Gruppo dei Dieci (G-10) è una organizzazione internazionale che riunisce undici paesi di grande rilevanza economica nel mondo. Il G-10 fu fondato nel 1962 dalle dieci maggiori economie capitalistiche di allora. Nel 1964 la Svizzera si unì come undicesimo membro, ma il nome del gruppo rimase invariato.

² Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria, 2013

³ per approfondimenti sullo Statuto si faccia riferimento a Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria

solidità e stabilità del sistema bancario⁴. Questi due propositi sono stati perseguiti tramite l'imposizione di coefficienti patrimoniali ponderati per il rischio, i quali hanno favorito condizioni di solvibilità delle banche e limitato l'assunzione di rischio da parte delle stesse. L'adozione di tali rapporti di capitalizzazione uniformi ha consentito il superamento delle distorsioni competitive e favorito la creazione di un “*international level playing field*”⁵. Nello specifico, lo strumento *ad hoc* è rappresentato dal requisito di capitale proprio minimo di cui dovevano essere dotate le banche, tenuto conto del rischio di credito da esse sopportato. Vi era inoltre la possibilità per i singoli paesi di fissare limiti maggiori, necessari per sopportare rischi non contemplati dalla regolamentazione in oggetto (rischio di tasso d'interesse e rischio di mercato). Tale requisito patrimoniale aveva il compito di tutelare i depositanti da eventuali variazioni di valore dei prestiti, con la conseguente eventualità che la banca non fosse in grado di adempiere alle proprie obbligazioni. D'altro canto che ciò avvenga è meno probabile dal momento in cui la banca disponga di un sufficiente capitale proprio. Il grado di stabilità della singola banca avrebbe infuso maggior stabilità nell'intero sistema bancario internazionale. In particolare, l'Accordo prevedeva un rapporto tra capitale e attivo ponderato per il rischio pari ad almeno l'8%, da raggiungere entro la fine del 1992.

$$\frac{PV}{\sum A_i P_i} \geq 8\%$$

Dove:

- **PV** = Patrimonio di vigilanza
- **A_i** = Attività i-esima
- **P_i** = ponderazione per il rischio dell'attività i-esima

⁴ Cfr. Claudio Orsini, “Da Basilea 1 a Basilea 3”, in *Finanza d'Impresa e Consulenza di direzione*, pag.3

⁵ Cfr. Capriglione F., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Wolters Kluwer, CEDAM, 2015, pp. 144

Il patrimonio di vigilanza è composto dal Patrimonio di base (Tier 1 capital – es. Capitale azionario versato, riserve palesi) e Patrimonio supplementare (Tier 2 capital- es. Riserve di rivalutazione, riserve occulte cioè connesse a plusvalenze non ancora realizzate, strumenti ibridi di capitale). Dalla struttura dei fattori di ponderazione, invece, possiamo notare come i soggetti che accedono al credito incidano su tali coefficienti di rischio. I prestiti concessi dalle banche a governi e banche centrali di paesi facenti parte dell'OECD non assorbono capitale, cioè il loro coefficiente di rischio è pari allo 0%. In parole povere, tutti i finanziamenti concessi a tali istituti vengono considerati sicuri e privi di possibilità di *default*. Per i prestiti concessi ad entità pubbliche che non siano governi e banche centrali il fattore di ponderazione oscilla tra lo 0, 10, 20 o 50% a discrezione dei singoli Paesi, i quali hanno piena facoltà di valutare il rischio di controparte delle banche che finanziano tali entità. Da tenere in considerazione che per i prestiti concessi a banche controllate ed operanti sia in paesi OECD che non, è previsto un peso del 20% purché, nel caso di paesi non annoverati tra quelli OECD, la vita residua del finanziamento non sia superiore all'anno. Nell'ultima categoria, invece, vengono presi in considerazione i prestiti al settore privato. Essi rappresentano, nella maggior parte dei casi, la parte più consistente dell'attivo bancario, contribuendo per il 100% alla formazione dell'attivo ponderato, ad eccezione dei mutui ipotecari residenziali che, assistiti da garanzie reali, vengono considerati meno rischiosi contribuendo solo per il 50%. Nella stessa misura, è previsto un peso del 100% per i prestiti concessi a banche controllate e governi di paesi non OECD, per le immobilizzazioni (anche quelle finanziari), nonché per tutte le altre attività della banca.

1.1.1 Limiti e conseguenze di Basilea 1

Gli obiettivi prefissati non sono, però, stati raggiunti appieno dalla diffusione e applicazione degli standard di Basilea 1. Numerosi studi empirici successivi alla sua adozione⁶ hanno evidenziato la sua incapacità di ridurre il rischio del sistema bancario. Nello specifico, i limiti sono stati i seguenti:

- Esclusione del rischio di mercato, in particolare rischio di tasso di interesse e rischio di tasso di cambio. Tale limite assumeva più evidenza in risposta alla sempre maggior presenza delle banche sui mercati mobiliari internazionali ed alla negoziazione di strumenti derivati.
- La scarsa differenziazione del rischio di credito: lo schema adottato per la ponderazione delle diverse attività in bilancio considera come unica categoria di rischio (100%) i crediti verso imprese private commerciali ed industriali (l'ipotesi implicita era che tutte le imprese abbiano uguale capacità di credito). In altri termini il livello di rischio associato ad una data operazione dovrebbe tener conto di elementi soggettivi e non solo oggettivi;
- La vita residua del prestito, che rappresenta uno dei fattori determinanti il rischio di controparte, viene considerata solo incidentalmente e più precisamente con riferimento ai prestiti a banche controllate ed operanti in paesi non appartenenti all'OECD;
- Non viene considerato il "rischio operativo" associato all'attività bancaria;
- Non si tiene conto del grado di diversificazione dell'attivo bancario: banche maggiormente diversificate dal punto di vista della clientela e/o geografico dovrebbero essere caratterizzate da un rischio minore.

L'impatto di tali requisiti patrimoniali ha avuto conseguenze rilevanti sulle politiche di ALM (*Asset liability management*):

⁶ Cfr. gli studi di Jackson-Fischer AJ et al., 1999

- Ristrutturazione del bilancio attraverso ricorso a strumenti quali la cessione di parte dell'attivo (*loan sales e securization*);
- Sostituzione di attivo caratterizzato da un'elevata ponderazione del rischio con forme di impiego a ponderazione minore, ad esempio vi è stata preferenza per i mutui "casa" rispetto a crediti a imprese private (cd "arbitraggio regolamentare").

In risposta a questi problemi sembrava evidente giungere ad una revisione di tale regolamentazione.

1.2 Basilea 2 e i tre pilastri

Alla luce di quanto enunciato nel precedente paragrafo, il CBVB iniziò il lavoro di revisione nel 1999 e l'accordo, cd Basilea 2, viene diffuso nella sua versione definitiva nel 2006⁷. In Italia viene recepito con la circolare n. 263 della Banca d'Italia rubricata "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche" ed emanata il 27 dicembre 2006. Le criticità che si pone di superare Basilea 2, analizzate nel precedente paragrafo, hanno portato alla definizione di un nuovo sistema integrato di regolamentazione fondato su tre "pilastri" (*pillars*): 1) requisiti patrimoniali; 2) controllo prudenziale; 3) disciplina di mercato.

1.2.1 I Requisiti Patrimoniali

Tramite il primo di questi pilastri i meccanismi di calcolo del capitale minimo (patrimonio di vigilanza) tengono conto non solo del rischio di credito associato alla tradizionale attività di intermediazione creditizia delle banche, ma anche del rischio di mercato scaturente dall'attività di investimento diretto in titoli da parte delle banche, nonché del rischio operativo derivante da eventi inattesi che colpiscono l'intera organizzazione bancaria, quali furti, calamità naturali, ecc. Per quanto riguarda il rischio di credito, è stato aggiunto un

⁷ Comitato di Basilea sulla Vigilanza Bancaria, 2006

nuovo strumento per la considerazione di elementi soggettivi: il *rating*. Nello specifico, vi sono tre distinte metodologie per il calcolo del rischio: 1) metodo standard; 2) metodo *Internal Rating Based* di base (*IRB Foundation*); 3) metodo *Internal Rating Based* avanzato (*IRB Advanced*). Il metodo standard è lo stesso previsto in Basilea I; con la differenza che i coefficienti di ponderazione possono cambiare a seconda della classe di merito della controparte e non solo dal tipo di prestito erogato, la classe è definita dai rating elaborati da agenzie esterne alle banche e autorizzate dalle Autorità di Vigilanza. Vengono applicati i coefficienti di ponderazione previsti da Basilea I se non vi è stato alcun rating. Per la nuova struttura dei coefficienti di rischio il coefficiente di alcune tipologie di prestito il coefficiente non dipende dalla classe di merito. Con maggiore precisione stiamo parlando degli “Enti senza scopo di lucro” (100%), delle “Esposizioni al dettaglio” (75%), dei “Crediti ipotecari residenziali (35%) e dei “Crediti ipotecari non residenziali” (50%). In particolare, le “Esposizioni al dettaglio” riguardano i prestiti concessi a piccole imprese e privati, a cui vengono applicate delle limitazioni: il volume d'affari non deve superare i cinque milioni di euro e l'ammontare del prestito al di sotto del milione di euro. Il motivo per cui esistono classi di merito indipendenti dal coefficiente risiede nelle difficoltà delle imprese di piccole dimensioni per le quali non è sempre facile ed affidabile una stima del mero credito. Inoltre sono stati ridotti i coefficienti relativi ai prestiti ipotecari, residenziali e non, precedentemente pari al 50 e al 100%, in seguito portati al 35% e al 50% rispettivamente. Mentre il metodo standard riguarda le banche di dimensione minore, il metodo IRB (base e avanzato) è stato modellato per le banche più grandi, per le quali l'esercizio di rating interni sia più possibile in relazione alle loro competenze e risorse. In base a tale metodo il capitale minimo viene calcolato rispetto quattro diversi indici: 1) la probabilità di insolvenza (Probability of Default - PD); 2) la perdita percentuale sul valore del prestito in caso di insolvenza (Loss Given Default - LGD); 3) l'ammontare dell'esposizione al momento dell'insolvenza (Exposure at Default - EAD); 4) la vita residua del prestito (Maturity - M); Nel metodo standard alla banca è affidato solo il computo della PD, le autorità di vigilanza sono, invece, tenute a fornire le altre componenti; nella versione avanzata tutte le valutazioni sono in mano alla banca. Inoltre, il patrimonio di vigilanza dipende non solo dal rischio di credito, ma anche dal rischio di mercato e dal rischio operativo. Il primo tiene in considerazione le perdite derivanti dall'operatività delle banche su mercati finanziari, delle

merci e delle valute, causate da andamenti sfavorevoli dei prezzi di mercato o cambi improvvisi di tassi di mercato. La procedura c.d. *building block* è utilizzata per il computo del patrimonio di vigilanza che deve rispondere a le perdite sopracitate, consiste nel calcolare le componenti come somma del capitale minimo associato e delle sottocategorie di quest'ultimo. Per quanto concerne i rischi di posizione su merci e di cambio è concesso l'uso di interni modelli di *Value at Risk* (VaR). Infine, sono previsti tre metodi distinti per calcolare il capitale minimo che copre il rischio operativo: 1. metodo Base (*Basic Indicator Approach* - BIA); 2. metodo Standardizzato (*Traditional Standardized Approach* - TSA); 3. metodi Avanzati (*Advanced Measurement Approaches* - AMA). Il primo prevede il margine di intermediazione cui corrisponde un coefficiente riferito al volume di operatività dell'istituto, cioè la differenza tra gli interessi attivi sui prestiti e gli interessi passivi sulla raccolta. Il TSA riguarda l'uso di diversi coefficienti in relazione all'attività svolta dalla banca. Infine, nel caso di metodi avanzati è libero arbitrio della banca applicare metodi elaborati stesso da quest'ultima.

1.2.2 Controllo prudenziale

Poiché i requisiti patrimoniali non soddisfano del tutto gli obiettivi di vigilanza prudenziale, vengono inseriti quattro principi fondamentali che rappresentano il secondo pilastro: 1) Controllo prudenziale dell'adeguatezza patrimoniale: la banca, con riferimento al lungo periodo, deve continuamente valutare l'adeguatezza di tali requisiti tramite procedure interne; 2) Vigilanza: è compito delle Autorità di Vigilanza monitorare il rispetto dei requisiti patrimoniali e delle procedure di cui al punto 1), con la possibilità di intraprendere apposite misure di sicurezza quando necessarie; 3) Prudenzialità: secondo questo principio, le Autorità di Vigilanza devono fare in modo di coprire altri rischi non presenti nel primo pilastro, tramite l'implemento del patrimonio minimo superiore a quello normalmente previsto; 4) Vigilanza preventiva: secondo cui è concesso alle Autorità di Vigilanza di intervenire quando il patrimonio della banca scende al di sotto del minimo previsto, pretendendo l'adozione da parte della stessa di idonee misure correttive in grado di ripristinare l'adeguatezza patrimoniale. Questo nuovo framework è caratterizzato

dall'interazione tra Autorità di Vigilanza e banche denominata da Basilea II "processo di controllo prudenziale" (Supervisory Review Process - SRP) descritto da: 1) processo interno di determinazione dell'adeguatezza patrimoniale (Internal Capital Adequacy Assessment Process - ICAAP): in questa fase la banca si dota di una struttura interna, con responsabilità ben individuate, che gestisce le procedure di determinazione dei requisiti minimi e, più in generale, del rischio complessivo dell'attività della banca; 2) processo di revisione e valutazione prudenziale (Supervisory Review and Evaluation Process - SREP): una volta che la banca si è dotata delle strutture di cui alla prima fase, le Autorità di Vigilanza esprimono un giudizio sull'adeguatezza delle stesse e, se del caso, richiedono l'adozione di misure correttive.

1.2.3 Disciplina di mercato

Il terzo pilastro di Basilea II si basa sull'assunto secondo cui mercati efficienti e correttamente informati sulla situazione della banca incidano sui comportamenti in modo da evitare assunzione di rischi elevati. Sono previsti, appunto, obblighi informativi da parte delle banche su diversi argomenti: la gestione interna, i rischi assunti e come sono affrontati, la composizione del patrimonio di vigilanza, i metodi di rating quando siano utilizzati; sono previsti limitazioni nel caso in cui le informazioni possano favorire la concorrenza o se vi è la presenza di vincoli giuridici.

1.3 Crisi finanziaria

Il processo di recepimento del set di regole cd Basilea 2 ha avuto, però, delle difficoltà. La sua entrata in vigore, prevista per il 1° gennaio 2004, è successivamente slittata al 1° gennaio 2007, con una proroga di un anno concessa alle banche che hanno adottato il metodo IRB *advanced* per dar loro più tempo ad adattarsi ai requisiti richiesti da tale regolamento. L'*iter* normativo ha ricevuto ulteriori rallentamenti causati dal propagarsi della crisi finanziaria scoppiata nell'autunno del 2007. I punti nodali per comprendere la genesi della crisi finanziaria internazionale vanno ricercati in⁸:

- Tassi di interesse applicati alle imprese molto bassi;
- Crescita economica sostenuta (caratteristico il caso delle “tigri asiatiche”);
- Tassi di insolvenza di obbligazioni e prestiti bancari ai minimi storici;
- Spread creditizi (tassi sui prestiti/tasso risk free) a livelli ridotti;

Questo contesto aveva portato ad una situazione in cui tassi di interesse ridotti favorivano investimenti e crescita economica, e allo stesso tempo vi era molta liquidità grazie anche alle politiche economiche espansive che hanno caratterizzato quel periodo. Queste condizioni avevano favorito il rafforzamento di alcuni elementi di fragilità del sistema:

- Un'elevata leva finanziaria (il denaro costava poco e le famiglie ed imprese approfittarono indebitandosi eccessivamente)
- Le banche avevano aumentato le loro esposizioni sui mercati mobiliari, cedendo asset immobilizzati attraverso la titolarizzazione dell'attivo ottenendo ulteriore liquidità; avevano, quindi, aumentato l'offerta di credito.
- I titoli strutturati derivanti dalla *Securitization* erano stati inseriti nel trading book. Gli strumenti presenti nel trading book sono soggetti ai requisiti relativi ai rischi di mercato ma sono meno soggetti ad una analisi attenta del rischio di credito (mentre, i prestiti dai quali derivavano tali Asset erano inseriti nel BB). Le banche, dunque, sono venute meno al loro ruolo di analisi del rischio di credito.

⁸ Cfr Resti A. e Sironi A., *Rischio e valore nelle banche*, Egea 2010

- I processi di securitisation, a loro volta, sono stati caratterizzati da un elevato grado di leva finanziaria poiché le medesime attività sono state oggetto di più operazioni di titolarizzazione.

Dopodiché il contesto macroeconomico cambiò: il prezzo delle materie prime crebbe, di conseguenza il crescere dell'inflazione fece sorgere la necessità di politiche monetarie restrittive, e l'impatto dell'aumento dei tassi d'interesse ebbe un impatto negativo sul mercato immobiliare facendo diminuire il valore dei prezzi di quest'ultimo. Tutto ciò creò una situazione paradossale in cui il debito era superiore al valore degli immobili; questo fenomeno (cd negative equity) portò alla diffusione del strategic default (gli individui smisero di pagare per i mutui per convenienza economica. Quest'ultima conseguenza è conosciuta con il nome di "crisi dei mutui *subprime*". La crisi dei mutui si è rapidamente trasformata in crisi dell'intero sistema finanziario. Attraverso il circuito parallelo dello shadow banking⁹ si è verificato un effetto domino con il conseguente fallimento di intermediari molto grandi fra cui quello di Lehman Brothers nel settembre del 2008. La liquidità dei mercati, soprattutto di quello interbancario, si è ridotta drasticamente con conseguente aumento dei tassi, dato che nessun operatore era disposto a concedere credito di fronte alla possibilità che la controparte fosse coinvolta nella catena di fallimenti. Le banche centrali sono intervenute massicciamente per fornire liquidità, riuscendo sicuramente a scongiurare il tracollo del sistema finanziario, ma ormai il danno era fatto. L'aumento dei tassi ha avuto effetti negativi sugli investimenti dando luogo a riduzione della produzione e aumento dell'occupazione. In altri termini, la crisi, da finanziaria, è diventata reale. La crisi ha messo in evidenza le lacune del nuovo set di regole di Basilea 2, che, nonostante abbiano corretto e migliorato i precedenti accordi, non era più adatto per tale scenario.

⁹ Cfr. Claessens S., Pozsar Z., Ratnovski L. e Singh M., *Shadow Banking: Economics and Policy*, Fondo Internazionale Monetario, 2012

1.4 Basilea 3

1.4.1 I difetti di Basilea 2 e la necessità di un approccio di riparazione *tout court*

Alla luce di quanto enunciato nel precedente paragrafo, il CBVB inizia un processo di revisione delle norme prudenziali Basilea 2 che termina nel dicembre del 2010¹⁰. Viene, infatti, pubblicato un nuovo set di regole, cd Basilea 3, con il preciso obiettivo di aumentare la resilienza dei mercati finanziari, ovvero migliorare la capacità delle banche di affrontare shock di ogni tipo, in modo da evitare che l'eventuale crisi del settore si propaghi nell'economia reale. Un'importante lezione della crisi finanziaria è stata che i requisiti micro-prudenziali di Basilea 2 non assicurarono stabilità finanziaria, fallendo, dunque, nel loro presupposto. Altra lezione fu che tali requisiti ebbero effetti destabilizzanti aumentando prestito pro ciclico e arbitraggio regolamentato. Le direttive CRR/CRD IV (*Capital Requirements Regulations and Directives*), recepite come attuazione dei presupposti di Basilea 3, hanno, oltre il suddetto obiettivo di migliorare la resilienza dei mercati finanziari, lo scopo di superare diversi limiti che sono stati enfatizzati dalla crisi. Di seguito, i limiti¹¹:

- La qualità ed il livello del capitale: esso era composto da troppi strumenti ibridi di capitale. Questi titoli non erano adeguati e utili per assorbire perdite delle banche.
- Le attività ponderate per il rischio (RWA) erano fortemente pro cicliche. La struttura era concepita fondamentalmente rispetto al rischio idiosincratico (rischio macroprudenziale e sistemico non erano adeguatamente trattati).
- Il processo di ponderazione del rischio era facilmente eluso, in particolare tramite i derivati su Credit default Swap (CDS) e semplici cartolarizzazioni con assets passati a fuori bilancio (problema di incentivo sbagliato)
- Il grado di leva finanziaria divenne eccessivamente elevato in molti sistemi bancari.

¹⁰ Comitato di Basilea sulla Vigilanza Bancaria, 2011

¹¹ Cfr. Masera R., *Does one size fit all?*, AREL, 2014, pp. 10-12

- Le questioni relative alla gestione della liquidità e le eccessive trasformazioni delle scadenze non sono state affrontate.
- L'interazione tra adeguatezza patrimoniale interna (ICAAP) e revisione di vigilanza (SREP), con la volontà di assicurare prima misure d'intervento, non sono state adeguatamente modellate. L'attività di vigilanza è stata spesso inquadrata in base all'approccio basato sui principi, con poca attenzione alla sorveglianza su posto.
- I requisiti patrimoniali non erano proporzionali, né incentivati ad erogare prestiti al di fuori del sistema bancario regolamentato. Inoltre, il riconoscimento regolamentare è stato concesso ai rating del credito da agenzie private, che erano soggette a conflitti di interesse inerenti.

Legate a queste grandi lacune rese note dalla crisi, ci sono altre conseguenze che pongono l'accento su altri aspetti correlati, nello specifico riguardano l'azzardo morale e il relativo indebolimento del terzo pilastro, quanto delineerò sarà fondamentale per iniziare a comprendere come le grandi banche abbiano ricevuto attenzioni maggiori a differenza dei piccoli e medi istituti finanziari. Il set di regole ha creato incentivi per spostare le attività dal portafoglio bancario al portafoglio di negoziazione per ridurre i fattori di ponderazione del rischio e non ha riconosciuto i rischi di mercato incorporati nei derivati e nelle operazioni di negoziazione. Altra conseguenza fondamentale per quanto voglio dimostrare con questa tesi è che le imprese bancarie sistematicamente importanti si sono abituate all'aspettativa di supporto pubblico in caso di crisi. Questo ha creato un enigma di problemi di azzardo morale. Un primo problema è rappresentato dalla caratteristica dei contratti assicurativi: l'assicurato ha un incentivo a intraprendere comportamenti spericolati, perché i potenziali danni sono coperti dall'assicuratore. Questa difficoltà è rafforzata perché l'assicurazione *de facto* delle banche sistemiche (*too big to fail*) non è stata accompagnata da alcun pagamento di premi assicurativi (garanzie implicite)¹². Altri importanti inconvenienti di Basilea 2 e CRD I/II risiedono nell'incorretta analisi del rischio e della sua modellizzazione. L'approccio di Basilea non tiene conto della relazione tra rischio esogeno, endogeno e sistemico. Il primo guidato dalle "notizie" (cambi impreveduti in fondamentali economici). Il

¹² Cfr. Schich S., *Implicit Bank Debt Guarantees: Costs, Benefits and Risks*, Journal of Economic Surveys, 12/2018, Volume 32, Fascicolo 5

rischio sistemico è quello incontrato quando lo stress eccede la capacità di far fronte ai problemi del sistema, il quale entra in uno stato di sovraccarico che porta al collasso. In questa situazione di difetti molto diffusi del mercato, comportamento irrazionale può verificarsi ed amplificare la possibilità di collasso del sistema finanziario. Il rischio endogeno è legato alla volatilità non “spiegata” dovuta a fattori non fondamentali come una struttura di incentivazione perversa¹³, strutture di convinzioni collegate in serie e metodologie di controllo del rischio¹⁴. Il problema posto dal rischio endogeno in finanza può essere illustrato confrontando la modellizzazione e le previsioni del rischio meteorologico e finanziario. In entrambi i casi, quando si prevedono condizioni di stress, sono necessarie misure precauzionali di sicurezza. Comunque, nel caso di previsioni meteorologiche, le stime e le disposizioni di sicurezza prese ex ante non inficiano l’esito meteorologico. Nel mondo finanziario, invece, modelli di previsione finanziaria tradizionali (VAR) e gli standard di capitale possono aumentare il rischio totale, al di là della soglia fondamentale. La previsione del rischio influenza e determina il successivo *outcome*: nel caso estremo, le previsioni possono essere auto-esaudienti. Questo è il risultato di modelli inaccurati di volatilità, la non stazionarietà di sottostanti modelli stocastici, l’omogeneizzazione dell’avversione al rischio e strategie buy/sell. Il paradosso è che in condizioni di stress, il tentativo di aumentare capacità di tamponamento (*buffering*) del sistema aumentando capitale delle banche può creare più rischio e precipitare in un circolo vizioso di destabilizzazione del sistema¹⁵. Questi problemi sono composti come risultato di due altre debolezze tecniche dei modelli sottostanti gli standard di Basilea: invarianza del portafoglio e fattore unico di rischio globale. Nello specifico, s’intende che per facilitare l’additività, i processi di filtraggio dei rischi dei requisiti patrimoniali sono soggetti alla restrizione che il capitale dipende solo dal rischio di ciascun prestito, senza riferimento al portafoglio a cui è stato aggiunto il prestito. In altre parole, non vi è alcuna penalità di concentrazione, poiché la diversificazione del portafoglio non viene presa in considerazione. Secondo i modelli basilari, l’invarianza del portafoglio del contributo di una singola esposizione a VaR richiede che: la dipendenza tra le esposizioni sia collegata a un

¹³ Cfr. Kurz M., *Endogenous Economic Fluctuations: Studies in the Theory of Rational Belief*, Studies in Economic Theory, 6, Springer, 2013

¹⁴ Danielsson J., Shin H.S. e Zigrand JP, *Endogenous and Systemic Risk*, Agosto 2011, disponibile sul sito <http://www.riskresearch.org>

¹⁵ Maserà R., *Does one size fit all?*, op. cit., p. 14

fattore di rischio globale e ogni esposizione sia piccola¹⁶. Queste assunzioni possono essere giustificate dal fatto che gli standard erano inizialmente concepiti per le *global banks*. Tuttavia, le assunzioni erano e sono tutt'ora violate anche per le grandi banche internazionali, e, in ogni caso, non sono applicabili alle piccole banche locali. Al di là delle debolezze appena spiegate, era evidente dopo la crisi e i massicci *bail-outs* che era necessario un approccio globale per riparare il sistema finanziario. Gli assetti chiave sono stati identificati e presi in considerazione. La necessità di un framework integrato ed unitario è stata spiegata e delineata nel “de Larosiere Report”¹⁷. Tuttavia un sistema organico fu dapprima sviluppato in USA, con il “Dodd-Frank Act”¹⁸. Mentre in Europa la risposta fu parziale e ritardata. Solo con il Banking Union¹⁹ framework, nato nel 2012, una regolamentazione integrata e un sistema di sorveglianza verranno realizzati.

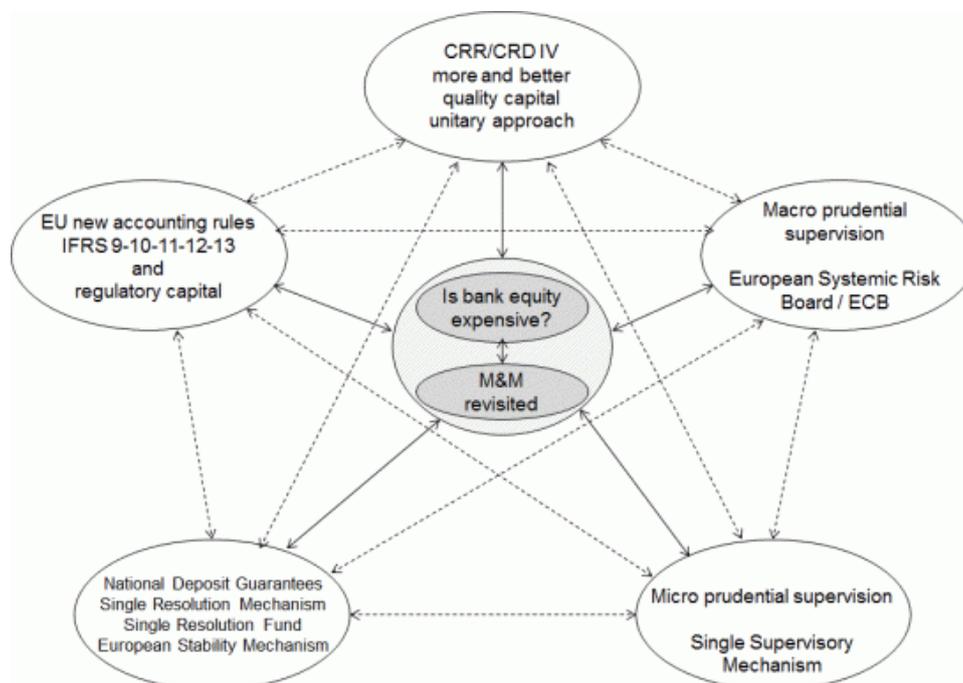
¹⁶ Cfr. Gordy M., *A risk-factor model foundation for ratings-based bank capital rules*, Journal of Financial Intermediation, 2003, Volume 12, Fascicolo 3. Cfr. Johnston M., *Extending the Basel II approach to estimate capital requirements for equity investments*, Journal of Banking and Finance, 2009, Volume 33, Fascicolo 6

¹⁷ consultabile presso https://ec.europa.eu/info/system/files/de_larosiere_report_en.pdf

¹⁸ consultabile presso <https://www.backgrounditalia.it/ecms/wallstreetreform-cpa.pdf>

¹⁹ consultabile presso <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/bankingunion/html/index.en.html>

Figura 1 - CRR/CRD IV, Supervisione Macroprudenziale, Single Supervisory Mechanism, Resolution Framework, New Accounting Rules: A Network Representation.



Fonte: Masera (2014)

Il grafico tende a sottolineare che il “Banking Union” è un complesso, grande, dinamico e interconnesso sistema che connette tutte le banche Europee. Questi quadri possono essere analizzati al meglio se trattati come una rete complessa. Il comportamento e la stabilità sistemica di una rete complessa non possono essere affrontati come una somma delle parti, bensì come un unico *corpus* in continua interazione. Gli effetti non additivi e non lineari possono essere di fondamentale importanza: le regole dinamiche che governano i singoli nodi interagiscono attraverso la topologia della rete secondo uno schema di componenti e accoppiamenti complessi.

La figura 1 porta ad un fondamentale problema sulla natura del capitale di rischio (*equity*): è, quest’ultimo, una fonte costosa di finanziamento bancario? Secondo una rivisitazione del modello Modigliani-Miller²⁰ il capitale non è considerato una fonte costosa di finanziamento. Questo punto è molto importante per valutare i funzionamenti dei requisiti

²⁰ Cfr. Berk J., DeMarzo P., *Finanza Aziendale 1*, Terza edizione, 2015, p. 512

patrimoniali e processo di sorveglianza, poiché alla base del processo regolamentale intrapreso dal Comitato. Tale quesito ha responso negativo solo sotto le ipotesi di mercato efficiente, razionale e in cui non vi sono costi di transazione o restrizioni di ogni genere, sono infatti i presupposti alla base del modello. Ma noi tutti sappiamo quanto spesso la teoria si discosta dalla pratica. Queste assunzioni raffigurano un mondo rarefatto e molto lontano da quello reale. Si noti che, al di là delle considerazioni sull'accettabilità delle ipotesi estreme, e in particolare sull'assenza di costi di fallimento, le garanzie pubbliche di per sé rendono il capitale costoso, come lo stesso Miller riconobbe: "Se il governo sta assicurando depositi bancari, sia esplicitamente che implicitamente secondo la dottrina *too-big-to-fail*, allora esso si presenta come un creditore nei confronti dei proprietari della banca ... la raccolta di nuovo capitale di rischio (*equity*) può quindi trasferire la ricchezza dai vecchi azionisti agli obbligazionisti e non crearne nuova". Inoltre le proposizioni del modello di equilibrio sono ex ante, e riguardano il possedere l'*equity*, non la sua raccolta, soprattutto in una situazione di stress. La raccolta di capitale proprio, specialmente nel mercato azionario segnala le condizioni di stress, valutando lo stock ben al di sotto del valore contabile, rappresentando anch'esso un trasferimento di ricchezza. Le "promesse" del governo, dunque, inevitabilmente danno adito a problemi di conflitto di interesse (*agency problem*) e situazioni di stress. Ciò, di per sé, rende l'affermazione "l'*equity* non è costoso" incorretta e ingannevole²¹. Anche l'approccio finanziario²² consente di identificare e rendere conto delle opzioni put implicite nelle garanzie dei governi. Spiega anche perché il quadro contabile è "incompleto": gli attuali principi contabili non consentono la registrazione delle sovvenzioni del capitale (o dei tassi d'interesse) alle banche rappresentate da reti di sicurezza ufficiali²³. A parità di altre condizioni, le reti di sicurezza riducono il costo del finanziamento complessivo e distorcono la disciplina di mercato (terzo pilastro di Basilea). L'opacità e l'incertezza di applicazione rendono difficile offrire una rappresentazione contabile precisa, ma ciò non dovrebbe comportare il loro disprezzo. L'azzardo morale

²¹ Cfr. Miller H.M., *Do the M&M propositions apply to banks?*, Journal of Banking & Finance, 06/1995, Volume 19, Fascicolo 3-4, PP 433-443

²² Cfr. Merton R.C., *On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates*, The Journal of Finance, 05/1974, Volume 29, Fascicolo 2, pp. 449-470

²³ Cfr. Masera R., Mazzoni G., *On the Non-Neutrality of the Financing Policy and the Capital Regulation of Banking Firms*, Working paper, 2014 disponibile presso https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2432820

(specialmente per le *Systemically Important Financial Institutions* – SIFIs) e i prestatori non assicurati ritengono che le reti di salvataggio saranno attivate a spese dei contribuenti: da un lato, le banche aumenteranno la loro propensione al rischio; d'altra parte, i fornitori di finanziamenti non svolgeranno il loro ruolo disciplinare. In particolare, gli interventi del governo a favore degli obbligazionisti minano i segnali del mercato e creano incentivi sbagliati. I detentori del debito, senza garanzie implicite di governo di mercato e soggetti, almeno per il debito subordinato, alle clausole di bail-in avrebbero interessi allineati con quelli dei fondi di assicurazione dei depositi e, quindi, in ultima analisi, con i contribuenti. I detentori di debito non traggono profitto dall'investimento rischioso intrapreso dalla banca, come fanno gli azionisti e i gestori delle banche, ma condividono le perdite se l'assunzione di rischi eccessivi richiede un pagamento²⁴. Le distorsioni aumentano se i finanziamenti governativi non sono credibili come fornitori di reti di sicurezza, come è avvenuto nell'Eurozona. Se una banca è in difficoltà il capitale proprio può diventare costoso da recuperare e potrebbe persino non essere disponibile sul mercato. In questo scenario, si riscontra un possibile errore di situazione compositiva con implicazioni significative dal punto di vista della micro-sorveglianza e da una prospettiva macroprudenziale. Questo possibile dilemma è, dunque, chiaramente attinente anche per due altri pilastri: la prospettiva del *macroprudential European Systemic Risk Board* (ESRB) e la responsabilità del *microprudential Single Supervisory Mechanism* (SSM). I primi meccanismi di recupero/risoluzione dovrebbero offrire alternative migliori all'insolvenza disordinata e bail-outs, aiutando ad affrontare il problema chiave dell'azzardo morale.

1.4.2 Caratteristiche chiave dei CRR/CRD IV

Il nuovo assetto²⁵ prevede sia regole micro-prudenziali, cioè rivolte ad aumentare la solidità delle singole banche in periodi di stress, che macroprudenziali, finalizzate invece alla riduzione del rischio sistemico. I due aspetti, tuttavia, sono interconnessi in quanto la robustezza patrimoniale e finanziaria delle singole banche riduce evidentemente il rischio

²⁴ Cfr. Masera R., *Does one size fit all?*, op. cit., 2014 p.19

²⁵ consultabile presso https://ec.europa.eu/info/publications/capital-requirements-directive-crd-iv-transposition-status_en

di crisi dell'intero sistema. Più in particolare, a livello micro-prudenziale, e fermo restando il sistema a tre pilastri di Basilea II, le nuove regole trattano tre diversi aspetti: 1)innalzano la qualità e qualità del patrimonio delle banche e dovrebbero consentire una più efficace gestione del rischio; 2)Vengono inoltre introdotti un indice di leva finanziaria (*leverage ratio*) che dovrebbe attenuare il ricorso all'indebitamento e quindi il rischio di fallimento della banca;3)e due indici di liquidità (*liquidity ratios*) che dovrebbero assicurare un sufficiente allineamento delle scadenze di attività e passività.

1.4.2.1 Qualità del capitale

L'aspetto più importante della nuova definizione di capitale, teso ad aumentarne la capacità di assorbimento delle perdite, sta nel maggior peso attribuito alla componente di maggiore qualità rappresentata da azioni e riserve di utili. Nello specifico, il patrimonio di vigilanza è dato dalla somma algebrica dei seguenti elementi:

1. **Patrimonio di base o Tier 1**, destinato ad assorbire le perdite in condizioni di continuità d'impresa (*going concern*):
 - a) patrimonio di qualità primaria (Common Equity Tier 1);
 - b) Tier 1 aggiuntivo.
2. **Patrimonio supplementare o Tier 2**, che dovrebbe servire a fronteggiare le perdite in caso di crisi (*gone concern*).

Il patrimonio di qualità primaria (*Common Equity Tier 1*) comprende: azioni ordinarie, sovrapprezzo azioni, riserve di utili e riserve da valutazioni. il Tier 2 comprende strumenti emessi dalla banca e che soddisfino determinati requisiti di computabilità ed il relativo sovrapprezzo e alcuni accantonamenti per perdite su crediti. Il Tier 3, previsto da Basilea II, ai fini della copertura dei soli rischi di mercato, è stato abolito. I limiti previsti per le tre categorie di capitale sono i seguenti:

- il Common Equity Tier 1 deve essere uguale, in qualsiasi momento, ad almeno il 4,5% delle attività ponderate per il rischio;
- il patrimonio di base deve essere, in qualsiasi momento, almeno il 6,0% delle attività ponderate per il rischio;
- il patrimonio di vigilanza totale (patrimonio di base più patrimonio supplementare) almeno l'8,0% delle attività ponderate per il rischio.

Altro aspetto affrontato da Basilea 3 sul capitale riguarda la prociclicità di quest'ultimo. Gli intermediari finanziari hanno la tendenza a comportarsi in maniera prociclica, nel senso che il credito aumenta e il patrimonio contrae nelle fasi di crescita dell'economia, con il verificarsi della crisi la loro esposizione e la loro vulnerabilità si palesano. Onde evitare l'erosione del capitale in situazioni di crisi, è previsto che le banche detengano in condizioni di normale operatività un buffer di patrimonio in eccesso rispetto ai requisiti minimi. La misura di tale buffer è fissata al 2,5% e deve essere costituita da strumenti di Common Equity Tier 1. In altri termini il Common Equity Tier 1 dovrebbe essere pari ad un minimo del 7% (4,5% + 2,5% di buffer). Qualora si scenda al di sotto di tale livello, sono previsti limiti alla distribuzione degli utili.

Diverso dal buffer sopra descritto è il buffer anticiclico che, a differenza del primo, rientra nelle misure di carattere macroprudenziale. Proteggere il sistema bancario da un'offerta di credito aggregata eccessiva è il suo scopo. Tipicamente, infatti, nelle fasi di espansione i volumi di credito crescono e con essi aumenta la probabilità di subire perdite per mancati pagamenti quando il ciclo economico si inverte, con conseguente contrazione dei prestiti proprio nella fase in cui l'economia avrebbe invece bisogno di maggiore liquidità. La previsione di questo ulteriore buffer serve appunto a salvaguardare il capitale delle banche e quindi la loro capacità di erogazione di prestiti anche nelle fasi congiunturali negative. Le Autorità di Vigilanza nazionale decidono sulle percentuali da applicare per il buffer anticiclico (da 0% a 2,5%, o superiore) sulla base del differenziale tra il rapporto credito/PIL di breve periodo e la sua tendenza di lungo periodo. Il buffer anticiclico si cumula al buffer micro-prudenziale ai fini della determinazione della percentuale di utili da ritenere nel caso esso sia insufficiente.

1.4.2.2 Il nuovo indice di *leverage*

In concomitanza della crisi finanziaria del 2007-2008 le banche presentavano un eccessivo grado *leverage*, che le ha costrette a ridurre il proprio indebitamento vendendo parte delle proprie attività, portando i prezzi al di sotto del loro valore d'equilibrio. Tale fenomeno ha portato a diverse conseguenze interconnesse: aumento delle perdite, quindi erosione del capitale di tali istituti e successivamente ad una contrazione del credito concesso. Queste considerazioni hanno indotto il CBVB ad introdurre un indice di leva finanziaria (*leverage ratio*) avente come obiettivi, da un lato, il contenimento della leva finanziaria delle banche e quindi gli effetti appena enunciati e, dall'altro, l'introduzione di una misura di rischio dell'attività bancaria di semplice calcolo e indipendente da quella incorporata nelle attività ponderate per il rischio. Il *leverage ratio* è calcolato come:

$$\textit{leverage ratio} = \text{Tier 1} / (\text{Impieghi non ponderati} + \text{Attività fuori bilancio} * 100\%)$$

e deve essere pari ad almeno il 3%. Si noti che, al denominatore del rapporto, da un lato gli impieghi non vengono ponderati per il rischio e dall'altro si tiene conto anche delle attività fuori bilancio cui si applica un fattore di conversione del 100%.

1.4.2.3 Gli standard di liquidità

La crisi finanziaria ha anche insegnato che un'adeguata capitalizzazione delle banche è necessaria ma non sufficiente per la sua stabilità. Infatti molte banche, pur presentando un soddisfacente equilibrio patrimoniale, sono fallite a causa di un eccessivo disallineamento tra fonti e impieghi, con conseguenti deficit di cassa. Questi standard hanno, appunto, la finalità di evitare queste situazioni, accentuate in periodi di crisi. Più precisamente vengono introdotti due indicatori di liquidità. Il primo è il *Liquidity Coverage Ratio*²⁶ (LCR), per la protezione della liquidità a breve termine (un mese) delle banche. Esso

²⁶ Vedi COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, Basilea 3 – Il Liquidity Coverage Ratio e gli strumenti di monitoraggio del rischio di liquidità, gennaio 2013

è definito come il rapporto tra lo stock di attività liquide di elevata qualità sul totale dei deflussi di cassa netti nei 30 giorni di calendario successivi, e deve essere pari ad almeno il 100%. Significa che in qualsiasi istante la banca dovrebbe essere in grado di coprire, con le sue attività prontamente liquidabili, i deflussi di cassa previsti nei successivi 30 giorni al netto degli afflussi (stimati non più del 75% dei deflussi stessi). L'indice è cioè pensato per situazioni di crisi di liquidità particolarmente severe. Le attività al numeratore devono essere liquidabili anche in situazioni di stress ed avere caratteristiche tali da poter essere accettate come garanzia dalle banche centrali, il che significa con basso rischio di credito e di mercato, il cui valore sia facilmente calcolabile e negoziabile in mercati liquidi ed efficienti. Più precisamente sono previste due categorie di attività altamente liquide. La prima categoria è costituita da attività ammesse senza scarto di garanzia (haircut) e comprende, fra gli altri, la cassa, le riserve liquide presso banche centrali e i titoli negoziabili garantiti da governi e banche centrali con rating tale da comportare un coefficiente di ponderazione dello 0% secondo Basilea II. La seconda categoria include attività qualitativamente inferiori, ammesse fino al 40% dello stock complessivo e alle quali si applica uno scarto di garanzia sul valore di mercato non inferiore al 15%. I deflussi di cassa al denominatore, invece, vanno stimati tenendo conto di uno scenario eventualmente caratterizzato da elementi quali tassi di prelievo dei depositi superiori al normale, difficoltà di raccolta fondi sul mercato interbancario, utilizzo più intenso delle linee di credito da parte della clientela, uscite determinate da un peggioramento del rating della banca. Il LCR è entrato in vigore nel 2015, in misura pari al 60%, per arrivare a regime (100%) in questo 2019 a seguito di incrementi annuali di 10 punti percentuali. Il secondo indice di liquidità introdotto da Basilea III è il Net Stable Funding Ratio²⁷ (NSFR). Mentre il LCR è un indicatore di breve termine, il NSFR è un indicatore strutturale di orizzonte più lungo (un anno) e mira a garantire la coerenza tra scadenze dell'attivo e del passivo. Esso è definito come rapporto tra l'ammontare disponibile di provvista stabile e l'ammontare obbligatorio di provvista stabile, pari ad almeno il 100%. Il numeratore del rapporto e cioè l'ammontare disponibile di provvista stabile, è dato da quella parte delle fonti a titolo di capitale o di debito di cui si prevede di poter disporre in un orizzonte temporale di un anno, anche in condizioni di stress.

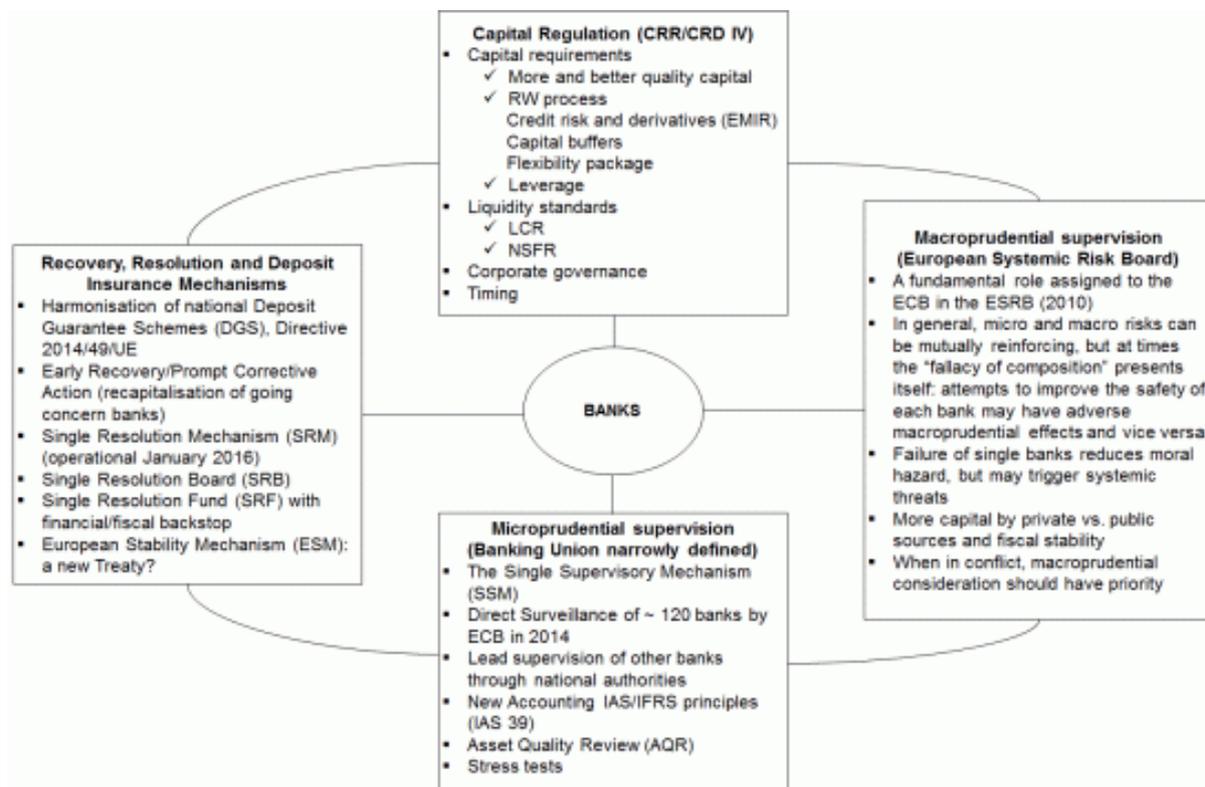
²⁷ Vedi COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, Documento di consultazione Basilea 3 – Il Net Stable Funding Ratio, gennaio 2014

Per il calcolo dell'ammontare disponibile si procede innanzitutto alla classificazione delle fonti. In secondo luogo, l'ammontare attribuito a ciascuna categoria va moltiplicato per un "fattore ASF". Esempi di fattori sono il 100% per il capitale e le passività con scadenza maggiore di un anno, il 90% per depositi al dettaglio a vista o con scadenza inferiore ad un anno, lo 0% per la raccolta interbancaria. Infine, la somma degli importi ponderati costituisce la provvista stabile disponibile. L'ammontare obbligatorio di provvista stabile (denominatore) è una stima del fabbisogno di finanziamenti stabili, che dipende dalla dimensione delle attività e degli impegni fuori bilancio, ponderati in base al grado di liquidità secondo fattori detti *required stable funding* (RSF). I fattori RSF sono parametri definiti dal Comitato di Basilea che approssimano, per ogni tipologia di attivi, la quota che si ritiene non potrebbe essere monetizzata, e che quindi deve essere coperta con raccolta stabile.

1.4.3 CRR/CRD IV nella cornice dell'Unione Bancaria

I nuovi requisiti patrimoniali non possono essere analizzati in modo isolato, bisogna tener conto delle interazioni con gli altri pilastri chiave di tutto il processo di riparazione finanziaria in EU. La promulgazione di questi regolamenti si sviluppa in parallelo con l'esercizio dell'Unione Bancaria, la quale fa riferimento alla micro-sorveglianza unificata delle banche europee. Ma soprattutto dovrebbe essere usata come sineddoche per le componenti chiave del processo di riparazione prudenziale bancario.

Figura 2 – La nuova cornice dei requisiti patrimoniali e gli altri tre “blocchi interattivi” dell’Unione Bancaria



Fonte: Masera (2014)

Il disegno degli altri tre blocchi complementari alle regole delle CRR/CRD IV è spiegato in molti documenti dell’UE:

1) Nel dicembre 2010 è stato istituito l’ESRB per affrontare rischi nel sistema finanziario in ambito di sorveglianza macroprudenziale, con la visione di preventivare/mitigare il rischio sistemico.

2) Con i regolamenti 1024/2013 e 1022/2013 viene istituito il *Single Supervisory Mechanism* (SSM) con riguardo alla sorveglianza microprudenziale che è affidata alla Banca Centrale Europea (secondo l’art. 127 del “Trattato sul funzionamento dell’Unione Europea”). Le banche vengono divise in *significant* (85% ca.) sotto, appunto, la supervisione della BCE e le restanti sotto controllo le autorità nazionali. La BCE è responsabile sulla supervisione complessiva e può prendere azioni dirette nei confronti di ogni banca. In particolare quest’ultima ha il compito di sorveglianza su tutte le banche che hanno richiesto assistenza

finanziaria pubblica per mezzo del *European Financial Stability Facility* (EFSF) o tramite *European Stability Mechanism* (ESM).

3) La direttiva *Bank Recovery and Resolution* (BRRD) del maggio 2014 fornisce una cornice per far fronte alle banche in dissesto. Poteri e strumenti sono creati per trattare con prevenzione, intervento precoce e, infine, risoluzione. Le banche devono elaborare piani di recupero, mentre alle autorità è richiesto preparare piani di risoluzione. La direttiva introduce *bail-in* di fondi degli investitori, in modo da attuare la ricapitalizzazione, e impone alle banche di emettere importi minimi di passività soggette a *bail-in*. Lo schema introdotto dalla direttiva si basa fundamentalmente su una rete di autorità nazionali e fondi di risoluzione per aiutare le banche. Le questioni di finanziamento sono ulteriormente descritte nel *Commission Proposal for a Single Resolution Mechanism* (SRM) (Luglio 2013), come complemento della BRRD. Il SRM è impostato per centralizzare le competenze e risorse chiave che fronteggiano i fallimenti degli istituti finanziari. La risoluzione bancaria condotta a livello nazionale ha un impatto cruciale sull'economia reale domestica, esacerba la congiunzione negativa tra autorità nazionali e banche, non prevenendo il contagio. Lo SRM fornisce una struttura decisionale integrata, allineando la procedura di SSM e di risoluzione: in particolare con gli istituti di *Single Resolution Board* (SRB) a *Single Resolution Fund* (SRF). Il secondo si è esercitato secondo un approccio *risk-based* delle banche. La questione cruciale è la capacità di introdurre le tasse correttamente classificate secondo l'impronta di rischio sistemica di ciascun SIFI. (Enria 2013).

Sembra evidente che le modalità di finanziamento di riserva sono fondamentali per il funzionamento efficace dell'unione bancaria nel suo insieme. In linea di principio, sono anche la preconditione per il corretto funzionamento della valutazione del bilancio delle banche, che sono in corso per essere soggette al SSM. Dunque da quanto si evince dalla BRRD, il *framework* di risoluzione mira al finanziamento tramite risorse private, ma disposizioni di salvaguardia pubbliche appaiono necessarie, soprattutto in crisi di rilevanza sistemica²⁸. Queste ultime si basano su reti di autorità nazionali e fondi di riserva per le risoluzioni. I prelievi a carico delle banche coprirebbero le spese del *Board* e rappresenterebbero una fonte principale di sostegno finanziario per l'SRF, che sostituisce le

²⁸ si vedano le dichiarazioni del Vice Presidente della Commissione Europea Rehn O. nel 2013

disposizioni nazionali in materia di risoluzione. Il fondo è finanziato, quindi, dai contributi di tutte le banche; calcolati secondo differente misura, tipo e modello di business degli istituti bancari, in modo da riflettere i rischi idiosincratici e sistemici. Che sarebbe l'approccio migliore da estendere anche alla direttiva CRR/CRD IV e che è mancato nelle trasposizioni dei primi regolamenti di Basilea in Europa. Quest'approccio è denominato “*one-size-fits-all*”²⁹.

1.5 La filosofia di trasposizione europea degli Accordi di Basilea: l'approccio “*one-size-fits-all*”

Comune denominatore della trasposizione di tali accordi, sin dal principio, è l'utilizzo del principio “*one-size-fits-all*”. Tale approccio sta a significare, nella sua accezione giuridica (ma si può estendere anche ad altri ambiti), che una determinata disposizione deve, e può, essere applicata in toto a tutti i soggetti; come un abito taglia unica è indossato da chiunque, così un regolamento è applicato ai vari soggetti senza distinzione. Già dai loro albori nel 1988, gli standard di capitale sono stati concepiti dal CBVB per essere applicati alle banche attive a livello internazionale in modo da creare un *level playing field* per tutte le loro attività. In Europa, la trasposizione dei requisiti di adeguatezza patrimoniale nella normativa nazionale ha sempre fatto riferimento a tutte le banche, senza distinzioni di attività svolte, dimensione o altro. Il fondamento logico di tale approccio applicato in Europa “è necessario dal momento che le banche autorizzate in uno stato membro possono fornire i loro servizi attraverso il mercato unico europeo. Inoltre applicare gli accordi internazionali solo ad una parte di tali banche creerebbe distorsioni competitive e potenziali per un arbitraggio regolamentare”³⁰. Questo fondamento non è stato contestato per oltre 25 anni. Possono, però, essere posti all'attenzione possibili difetti. Anche se accettiamo che le grandi organizzazioni bancarie sistematicamente rilevanti e altamente diversificate possono richiedere un complesso sistema di regolamentazione, non segue che l'applicazione della complessa struttura di Basilea a tutte le banche dell'UE minimizza le distorsioni della

²⁹ Cfr. Masera R., *Does one size fit all?*, op. cit., 2014 p. 40

³⁰ Commissione Europea, MEMO/13/272, 21 Marzo 2013

concorrenza e il gioco normativo³¹. In ogni caso, le piccole banche commerciali e locali difficilmente possono sfidare la concorrenza nel mercato unico dell'UE. In riferimento a ciò, dovrebbe essere sottolineato che Gli Stati Uniti hanno adottato un approccio differente in riferimento alle *community banks*. Un ampio consenso è emerso sull'argomento opposto, cioè che il costo totale di *compliance* a un sistema di regole altamente complesso come percentuale delle entrate crea vantaggi competitivi a discapito delle piccole banche. Il costo dell'adattamento e dell'osservanza di standard altamente sensibili al rischio richiede l'aumento delle risorse umane e patrimoniali in ogni banca, il che crea economie di scala. La concorrenza è inficiata. Gli incentivi sono creati per dimensioni maggiori nel settore bancario: i grandi gruppi sono maggiormente in grado di assorbire i costi della regolamentazione. Ciò rende i mercati bancari più concentrati³². Le grandi banche non solo sono in grado di assorbire questi costi di *compliance*, ma anche eludere i regolamenti tramite l'utilizzo attivo di strutture finanziarie basate su contratti derivati. La formidabile crescita del mercato dei *Credit Default Swap* (CDS), utilizzati come copertura nei confronti del rischio di credito, è sicuramente una conseguenza ed un risultato dei regolamenti sui requisiti patrimoniali. L'utilizzo di questi strumenti è notevolmente più semplice per le grandi banche internazionali, mentre è quasi impossibile per quelle più piccole e locali. Per quanto riguarda il processo regolamentare, le autorità cercano di riprendere il controllo ricorrendo a strutture e modelli sempre più complessi. Ma, come indicato nei paragrafi precedenti, molti modelli sono intrinsecamente fragili sotto stress e viziati da ipotesi implicite di normalità, stazionarietà di strutture probabilistiche, portafoglio invariante, un singolo fattore di rischio globale e trascuratezza del rischio endogeno. Imponendo modelli e comportamenti simili su scala mondiale, il rischio endogeno è amplificato e può portare a situazioni di stress sistemico. L'esecuzione di tale gioco regolamentare rappresenta, in conclusione, un secondo potente argomento che spiega gli incentivi artificiali alle dimensioni e alla complessità delle banche. Una serie finale di considerazioni, che conduce a favore di una serie di regole semplificate, meno onerose, per le piccole banche locali, dipende dal loro ruolo speciale nel finanziamento delle piccole e medie imprese (PMI). Non vi è alcun dubbio sulla necessità di implementare progressivamente un sistema di

³¹ Cfr. de Larosière J., *The trade-off between bank regulation and economic growth*, "Central Banking Journal", 28 febbraio 2013

³² Fondo Monetario Internazionale, *Global Financial Stability Report*, Washington, 2012

intermediazione creditizia meno concentrato. Le banche di piccole dimensioni hanno un vantaggio comparativo in termini di costi e informazioni nel rapporto di finanziamento con le imprese molto piccole, è alquanto paradossale che questi argomenti abbiano avuto un grande peso nel dibattito normativo per le banche comunitarie negli Stati Uniti, dove le PMI sono meno importanti per l'economia globale e l'intermediazione bancaria meno rilevante nell'UE³³. Vi sono ampie prove del fatto che, in generale, le banche possono rappresentare una soluzione razionale ai problemi comuni di azzardo morale e inadempienza strategica, a causa del loro ruolo efficiente di controllori dei mutuatari. In particolare, le piccole banche locali ben gestite hanno un vantaggio comparativo rispetto ai grandi e complessi gruppi finanziari nella raccolta di informazioni e nella delega del monitoraggio per le PMI. Esiste un legame significativo tra la dimensione delle imprese bancarie e l'offerta di credito alle famiglie e alle PMI, anche come risultato di un più facile accesso alle informazioni "soft"³⁴. Se regole eccessivamente complesse creano distorsioni di mercato in questa vitale componente dell'economia Europea durante una prolungata fase di recessione, le difficoltà di ripresa delle PMI si ritorceranno contro le piccole banche, come un cane che si morde la coda. Però bisogna sottolineare che non si sta suggerendo che le piccole banche dovrebbero avere pesi di rischio diversi rispetto alle banche grandi e sistemiche: ciò aprirebbe la porta all'arbitraggio regolamentare. Piuttosto il punto è che il capitale totale, liquidità ed altri requisiti regolatori contenuti nella CRR/CRD IV debbano essere proporzionali alla misura e all'impatto del rischio sistemico delle banche di diversa dimensione. Nello specifico, i vantaggi del risparmio dell'equity di modelli avanzati delle banche dovrebbero essere messi in discussione perché portano a distorsioni competitive a favore delle grandi banche. Così è stato fatto nella trasposizione degli accordi in USA (vedi Collins Amendment section 171 del Dodd-Frank Act, 2010). Tale questione, da tener in considerazione, sono chiari a livello europeo con riferimento alla condotta di micro sorveglianza della ECB. E' chiaramente indicato nel Council Regulation EU No. 1024/2013, come specificato in precedenza. Questo

³³ vedi *Liikanen Report 2012* consultabile presso https://ec.europa.eu/info/system/files/liikanen-report-02102012_en.pdf ; vedi anche https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Statistics_on_small_and_medium-sized_enterprises

³⁴ Cfr. Diamond D.W., *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, "The Review of Economic Studies", 1984, Volume 51, Fascicolo 3, pagg. 394-414

è un esempio operativo di come questo obiettivo può essere raggiunto, bisognerebbe applicarlo ed accoglierlo anche in ambito di adeguatezza patrimoniale.

1.6 La diversa filosofia di trasposizione negli Stati Uniti: un approccio più proporzionale

Seguendo lo stesso corso storico, i primi Accordi di Basilea sono stati recepiti e promulgati alla fine del 1992 senza differenze rispetto a quanto accaduto al di là dell'Atlantico. I secondi, invece, prima di essere promulgati sono stati oggetto di un lungo dibattito nei confronti di due presunti inconvenienti: l'eccessiva complessità e i costi di *compliance* per le piccole banche (*community banks*), sotto al principio, precedentemente discusso, del *one-size-fits-all*. Come risultato e conseguenza di questo dibattito i secondi Accordi di Basilea sono stati applicati negli Stati Uniti solo nel 2006, ed esclusivamente alle 19 banche di maggiore dimensione. Alla fine del 2007, le agenzie bancarie federali (*Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation, Office of the Comptroller of the Currency*) pubblicarono il *Final Rule*³⁵ per implementare tale regolamento e per renderlo effettivo nell'Aprile 2008. Come conseguenza della crisi, e come avvenuto in Europa, la data di entrata in vigore ha subito uno slittamento ed ulteriori modifiche. Tali modifiche, durate diversi anni, hanno reso effetti solo nel 2013, in cui sarebbero dovuti entrare in vigore i nuovi regolamenti, ormai denominati Basilea 3. La data subì ulteriore ritardo di un anno per rendere più facile l'adeguamento a tali requisiti. Come possiamo notare, il procedimento temporale non è molto diverso rispetto a quanto avvenuto in Europa. Vi è però una grande e sostanziale differenza di come e non quando la trasposizione è avvenuta. Nello specifico, è sottolineata dalla Sezione 171 del *Dodd-Frank Act*. Tale emendamento, conosciuto come *Collins Amendment*, prevede l'istituzione di requisiti patrimoniali per tutte le istituzioni assicurate e società finanziarie non bancarie di importanza sistemica (le piccole banche con meno di 500 milioni di attività sono esentate dall'emendamento) e stabilisce che i requisiti patrimoniali applicabili agli istituti di deposito

³⁵ consultabile presso <https://www.occ.treas.gov/news-issuances/news-releases/2007/nr-occ-2007-123a.pdf>

che non sono banche che esercitano approcci avanzati per il computo del rischio fungono da pavimento per i requisiti applicabili alle società di partecipazione bancaria e tutte le organizzazioni bancarie che utilizzano tale metodologia. Già qui possiamo vedere come viene applicato un approccio più proporzionale, in cui i requisiti patrimoniali cui sono sottoposti gli istituti finanziari dipendono dalla loro capacità e metodologia di fare banca, connessa ovviamente alla dimensione che hanno. Ulteriore risultato di un lungo dibattito sul bisogno di evitare eccessive complessità per le banche di modeste dimensioni, è stata l'implementazione di questi ultimi Accordi in cui il sistema è stato modulato a seconda della dimensione della banca: tutte le banche devono rispettare la nuova regola di capitale minimo basilare, ma alle organizzazioni bancarie sono imposti requisiti addizionali sulla base della loro dimensione e complessità. Ciò ha fornito un significativo margine di manovra per uno standard normativo modulare per le banche e le associazioni di risparmio della nazione. Secondo tale struttura le disposizioni di Basilea 3 non si applicano alle piccole banche (*small community banks*) con totale attivo consolidato inferiore ai \$500 milioni, a società di prestito non coperte (a meno che non siano sistematicamente importanti; tali organizzazioni sono, per, sottoposte alla regolamentazione di Basilea 1. Gli ultimi requisiti, invece, si applicano dalle *community banks* (banche con totale attivo consolidato <\$10 miliardi) a salire. Bisogna però annoverare un trattamento speciale nei confronti delle *community banks* in riferimento all'eccessiva complessità cui potrebbero essere sottoposte (Tarullo 2013). In particolare: il trattamento in base alle norme vigenti sul capitale può essere mantenuto, la permanenza di determinati strumenti di capitale non qualificati (in particolare, i titoli fiduciari privilegiati continuano a essere considerati capitale di classe 1 (*Tier 1*), ponderazioni del rischio più favorevoli su determinate attività (i pesi per i mutui residenziali si applicano come nel regime di Basilea 1). Inoltre, la sezione 165 del *Dodd-Frank Act* traccia un limite di \$50 miliardi al di sopra della quale vengono applicati migliori standard prudenziali. Nello specifico, banche di dimensione minore non sono soggette a stress test e piani di risoluzione³⁶. Il regolamento introduce un sistema regolamentare graduale anche per le medie e grandi banche; la discriminante è l'utilizzo di approcci non avanzati (attivo totale compreso tra \$50 e \$250 miliardi) e avanzati per la stima del rischio di credito (attivo totale

³⁶ Cfr. Tarullo D.K., *Rethinking the Aims of Prudential Regulation*, "Northwestern Financial Review", 06/2014

superiore ai \$250 miliardi). I pavimenti introdotto dall'emendamento *Collins* sono applicati alle banche che esercitano approcci avanzati: devono calcolare gli RW in entrambi i metodi, compreso quello standard, ma devono usare il minore dei due *ratios*; sono soggette al calcolo di più *ratios* anche rispetto alla stima del grado di leva finanziaria. Inoltre il capitale di *buffer* anticiclico si applica solo a questi ultimi istituti. Ulteriori requisiti vengono applicati a banche regionali con attivo che oscilla tra i \$10 e \$50 miliardi e a grandi (\$ 50-250 miliardi) ed internazionali (\$ 250-700 miliardi) istituti. Per quanto concerne le grandi banche sistemiche (GSIBs) sono soggette a requisiti ulteriormente rigorosi (Fed 2014). Notevoli differenze spuntano anche nella regolamentazione delle modalità di risoluzione delle banche in crisi. A differenza del nostro sistema, articolato in un contrapporsi di competenze che rende il sistema difficilmente gestibile e che finisce con lo scaricare le responsabilità dei fallimenti sulle autorità vigilanti. Le autorità, in queste realtà, sono destituite dai processi decisionali che si trovano in situazioni di responsabilizzazione senza possibilità di intervenire³⁷. Ciò è esattamente l'opposto di quanto avviene negli Stati Uniti, dove il liquidatore, dotato di piena autonomia, può intraprendere diversi percorsi e forme di intervento in modo da assicurare fiducia nel sistema e al contempo favorire l'uscita dal mercato delle banche meno efficienti, se necessario³⁸.

Dunque, le caratteristiche chiave ed i requisiti del CBVB siano rispettati in entrambi i continenti. Comunque, dalla loro trasposizione, emergono importanti e sostanziali differenze. Negli Stati Uniti il sistema di regime patrimoniale è stato adattato alla dimensione della banca, con specifica attenzione alle *community banks*. In Europa, invece il principio *one-size-fits-all* è stato ribadito, presumibilmente per garantire una concorrenza leale per le banche nel mercato unico. E forse, se fosse stato utilizzato un approccio più proporzionale anche in Europa si sarebbero potute evitare diversi fallimenti di molti gruppi di banche popolari, l'equivalente delle *community banks* americane, che, soprattutto in Italia, hanno sofferto molto l'applicazione di questi regolamenti. Come detto precedentemente, il loro ruolo all'interno del sistema economico è di vitale importanza. Da

³⁷ vedi esperienza delle Popolari Venete

³⁸ Cfr. Masera R., *Banche di prossimità problemi e prospettive al di qua e al di là dell'Atlantico*, "Rivista trimestrale di diritto dell'Economia", 3/2018, p. 43

diversi anni sono iniziati *iter di riforme* per essere competitive e ridurre il gap nei confronti di istituti di dimensione maggiore. Di ciò tratterà il secondo capitolo.

1.7 c.d. Basilea 4

Alla luce delle critiche scaturite dai maggiori esponenti dell'economia mondiale, e in funzione dello scontento generale, i regolamenti di Basilea 3 sono stati sospesi e sottoposti ad ulteriori modifiche, tanto importanti da assumere la denominazione di Basilea 4³⁹. Entreranno in vigore dal 2022 ed hanno avuto come oggetto diversi aspetti critici. I principali obiettivi attesi con il passaggio al nuovo framework risiedono in :

1. Semplicità e trasparenza: riducendo la complessità del framework normativo, garantendo così una più agevole comprensione delle novità regolamentari ed una maggiore applicabilità di quest'ultimo.
2. Consistenza e comparabilità tra i differenti requisiti patrimoniali, riducendo la variabilità tra banche nell'utilizzo dei modelli interni e lo sviluppo di un modello eccessivamente «favorevole» che possa portare ad una riduzione eccessiva degli assorbimenti patrimoniali.
3. Rafforzamento della *risk sensitivity* degli approcci standardizzati (Rischio di Mercato, Rischio di CVA, Rischio di Controparte, Rischio di Mercato e Rischio Operativo), e la review dei modelli interni.

Nello specifico, le modifiche apportate dalle nuove direttive CRR II/CRD V riguardano :

1. Rischio di Mercato Approccio Standard/Avanzato;
2. Rischio di Controparte (SACCR);
3. Rischio di tasso di interesse (IRRBB);
4. Leverage Ratio;
5. Grandi Esposizioni;

³⁹ approfondimento sul sito

http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/599385/EPRS_BRI%282017%29599385_EN.pdf

6. Ulteriori novità regolamentari (Fattore di sostegno PMI; Esposizioni verso le contro parti centrali (CCP));
7. Total Loss-Absorbing Capacity(TLAC);
8. NSFR diventerà vincolante.

Attualmente gli istituti bancari si stanno adeguando a tali modifiche, anche se verrà mantenuta la linea di filosofia del *one-size-fits-all* e si dovranno aspettare ulteriori anni per comprenderne gli effetti.

2 Conseguenze ed effetti: il caso specifico della riforma delle BCC

2.1 Banche Popolari e di Credito cooperativo nel nuovo set di regole

Le conseguenze delle decisioni e principi portati avanti dalle Autorità regolamentari, descritte nel capitolo precedente, hanno condotto ad un inasprimento delle regole nei confronti delle banche di dimensioni ridotte. In Italia questa categoria di istituti è rappresentata dalle Banche Popolari e di Credito Cooperativo. Questa situazione, a sua volta, ha portato ad una incapacità di reagire all'evoluzione del mercato che, in seguito alla crisi finanziaria, ha modificato il suo assetto, soprattutto per quanto riguarda la raccolta di capitale. Mentre le grandi banche hanno accolto benevolmente i nuovi regolamenti introdotti da Basilea 3, anche perché i modelli e gli assunti alla base delle nuove regole sono stati più idonei alle loro dimensioni e capacità, le altre sono state più restie, sin da subito, alla loro applicazione. Alla luce di ciò sembrava evidente il bisogno di una modifica strutturale di queste categorie secondo un *iter* normativo atto a renderle più competitive nei confronti delle prime onde evitare l'esclusione dal mercato. Sia le Popolari, dapprima, che quelle di Credito Cooperativo sono state protagoniste di un processo di riforma del loro assetto. In questo capitolo tratterò quasi esclusivamente delle seconde, il motivo di questa scelta dipende dalle diverse funzioni che assolvono le due categorie. La riforma delle banche popolari portata nel d.l. 24/1/2015, n.3 convertito nella l. 24/03/2015, n.33 ha, difatti, confermato l'allontanamento delle banche popolari dal modello cooperativo - fondato sullo scopo mutualistico protetto *ex art. 45 Cost* – caratteristico della disciplina degli ultimi anni. Le banche popolari hanno assunto sempre di più la forma della società per azioni sia per quanto riguarda la dimensione che sotto l'ottica della operatività, palesando il distacco dalla struttura caratteristica delle società mutualistiche di cui hanno mantenuto l'assetto ma non la funzione. Conseguentemente la dottrina ha considerato le banche popolari "a mutualità strutturale", diversa da quella inizialmente riconosciuta dalla Costituzione, mentre alle

banche di credito cooperativo è riconosciuta una “mutualità funzionale”, ovvero “prevalente”⁴⁰. Evidente, dunque, come alle prime sia affidata la tutela del capitalismo tecnocratico, mentre alle seconde è lasciata la tutela di quello sociale⁴¹. Secondo i gli obbiettivi proposti dal mio elaborato, è molto più congruo trattare degli istituti che assolvono appieno la funzione di mutualità, più precisamente, nella sua accezione di tutela del localismo. Ed è proprio questo il significato che lega le BCC al perseguimento di salvaguardia economico-sociale del territorio, cui è intrinsecamente legata la prospettiva di finanziamento delle PMI.

2.2 Evoluzione normativa delle BCC: dal *Rerum Novarum* alla riforma del diritto societario

Per un’adeguata analisi della riforma è doveroso affrontare il processo normativo cui sono state sottoposte nel corso degli anni le BCC. Le origini risalgono al XIX sec., in cui la volontà della Chiesa cattolica, tramite l’enciclica *Rerum novarum* portò all’integrazione dei ceti medi rurali che non partecipavano alla vita economica e politica di un’Italia da poco unita⁴². Da subito la formula cooperativa assunta da questi enti consentì la giustificazione del legame tra l’attività svolta e lo scopo mutualistico assolto, nonché all’organizzazione di interessi diversi da quelli dell’impresa che hanno permesso un trattamento privilegiato. Inizialmente queste caratteristiche furono riscontrate nelle “casse rurali ed artigiane” che furono annoverate dal legislatore tra le categorie di settore tramite la legge bancaria del 1936, art. 5. Successivamente il testo unico bancario (d. lgs. n. 385 del 1993) ha confermato che l’attività svolta e la peculiare struttura organizzativa, che risponde allo schema della “cooperativa” disciplinato dal codice civile, sono coerenti con i presupposti economici di una funzione socialmente utile, ed, inoltre, viene ancor più sottolineato il ruolo di struttura

⁴⁰ Cfr. D’ADDA C, Le banche popolari oggi: profili istituzionali fra tradizione e innovazione, in AA. VV., Le banche popolari cooperative. Profili italiani ed europei, FrancoAngeli, 2010

⁴¹ Cfr. MONTEDORO G., *Riforma delle banche popolari e profili costituzionali della cooperazione di credito*, in AA. VV., *La riforma delle banche popolari*, p.30

⁴² Cfr Caroleo A., *Le banche cattoliche dalla prima guerra mondiale al fascismo, I fatti e le idee*, Milano, 1976

volta alla realtà territoriale in risposta di un bisogno di credito che altresì rimarrebbe insoddisfatto⁴³. La riforma del diritto societario (d. lgs. n.6 1993), poi, ha posto vincoli e limiti che hanno perseverato la funzione locale ma, al contempo, non hanno dato margini di crescita, non permettendo la trasformazione in società per azioni; diversamente da quanto era concesso, in casi specifici, alle banche popolari.

2.3 La necessità di un cambiamento

Lo scoppio della crisi del 2007 ha posto l'evidenza sui limiti inerenti la struttura patrimoniale di molte di esse. Il meccanismo dell'autofinanziamento, basato principalmente su concessioni di credito a categorie imprenditoriali che hanno maggiormente subito gli effetti di tale crisi, non è riuscito a fronteggiare gli effetti negativi di quest'ultima. Si aggiunga che le regole internazionali si siano inasprite negli ultimi anni mettendo sotto pressione tutto il sistema bancario, sistema sovraccaricato da crediti deteriorati, molti dei quali causati dalle stesse imprese che alimentavano in gran parte il meccanismo di autofinanziamento delle BCC. Dunque tale assetto economico ha portato nel corso degli anni successivi alla crisi a numerose difficoltà che hanno visto molte banche di credito cooperativo sottoposte a procedure di commissariamento da parte delle autorità di settore⁴⁴, le stesse che hanno richiesto un drastico cambiamento alla luce dell'evoluzione del mercato, caratterizzato da un maggior numero di regole per il perseguimento di una stabilità economico-finanziaria. La richiesta è quindi di un nuovo assetto organizzativo con lo scopo di ricercare tecniche che consentano, da una parte, incrementare i livelli patrimoniali delle BCC, dall'altro l'apertura a strategie e meccanismi per la diversificazione dei rischi che potrebbero esporre le stesse banche a piani di risoluzione previsti dalle regole internazionali e discussi precedentemente. È evidente quindi che tale riforma non nasce da un problema di crisi da risolvere, ma dalla necessità di adeguarsi alle nuove regole sulla liquidità, sulla

⁴³ Cfr. Presti G., Il governo delle banche popolari e di credito cooperativo, in *Le Banche cooperative. Funzione Economica e forme giuridiche*, Milano, 1999, p. 15

⁴⁴ in riferimento al significativo numero di procedure di amministrazione straordinaria esistente alla fine del 2014, quale risulta dall'elenco pubblicato sul sito www.bancaditali.it/vigilnza/avvisi/elenco/Amm_straord.pdf

dotazione di capitale e sulla governance introdotte dall'unione bancaria⁴⁵. I notevoli cambiamenti apportati al nostro ordinamento finanziario dal legislatore europeo, condizionato a sua volta dall'evoluzione del sistema economico globale, rendono necessarie forme d'intervento per il conseguimento di una ristrutturazione patrimoniale degli istituti trattati.

2.4 L'iter della riforma

Alla luce delle ultime considerazioni, il processo di ristrutturazione organizzativa delle BCC per adeguarsi al contesto internazionale in cui operano nasce assieme la volontà delle autorità di settore di attuare le innovazioni senza però porre in essere norme contraddittorie in relazione ai valori ai valori degli istituti riformati. Come si evince dalle dichiarazioni dalla Banca d'Italia agli albori del processo di riforma è sottolineata “la rilevanza delle iniziative avviate ... per accrescere la coesione interna del sistema, l'integrazione della rete e la capacità di far fronte a situazioni di crisi”, nonché la condivisa volontà di “coniugare il modello cooperativo con quello d'impresa” tramite “un'adeguata organizzazione” ed “un efficace governo societario”⁴⁶. Da queste dichiarazioni, unite alla volontà di preservare il carattere territoriale, legato all'operatività di tali istituti, si può comprendere la volontà di perseguire forme di integrazione basate sull'appartenenza a gruppi bancari, in vista della possibilità di continuare a sostenere territori e comunità locali preservando lo spirito mutualistico. Inizia, anche se con qualche differenza, lo stesso processo che ha visto protagonista le banche popolari in Italia, sulla falsariga delle esperienze di sistemi bancari di credito cooperativo europei (l'esempio più virtuoso è rappresentato da Crédit Agricole in Francia), i quali dotati di assetti organizzativi fortemente integrati, con modelli capaci di realizzare economie di scala, meccanismi unitari di controllo dei rischi, reti di protezione della liquidità e della solvibilità⁴⁷. Conseguentemente le dichiarazioni di volontà da parte

⁴⁵ Cfr l'editoriale di Serafini L., La riforma delle BCC verso il decreto, consultabile presso www.ilsole24ore.com/art/notizie/2016-01-26/riforma-bcc-il-decreto-063522

⁴⁶ Cfr. Tarantola A.M. *Il credito cooperativo: le sfide di un modello*, intervento all'Assemblea annuale delle BCC, Roma 27 novembre 2009

⁴⁷ Cfr Visco I., *Intervento alla Giornata Mondiale del Risparmio* del 2015, p. 11

delle autorità, sono state interpellati gli istituti di categoria, invitati ad una autoriforma. Si prospetta, quindi, una realtà in cui la continuità delle BCC è legata alle ridefinizione di un nuovo assetto organizzativo, in cui una governance che riesca a fronteggiare la trasformazione del mercato globale (in cui è palese l'esigenza di diversificare i rischi e soddisfare gli elevati livelli di patrimonializzazione richiesti dal nuovo set di regole) deve attuarsi tenendo conto della possibilità di continuare a servire le finalità mutualistiche a sostegno delle PMI⁴⁸.

Sono seguiti progetti da parte degli istituti di categoria, dando vita a diversi assetti elaborati nelle sedi federative del movimento cooperativo. Secondo uno di questi⁴⁹, presentato dalla Federcasse, lo schema organizzativo che sembra prevalere è quello del gruppo cooperativo paritetico, in cui le componenti si legano tra loro attraverso un contratto di coesione stabilendo diritti ed obblighi in capo ai soggetti aderenti nei confronti del soggetto capogruppo dotato di poteri di direzione e coordinamento. Si propone, dunque, un assetto di struttura che garantisce unità strategica ed operativa della società del gruppo, con la previsione di un'autonomia delle stesse, ed anche obblighi contrattuali per attuare meccanismi di garanzie incrociate in modo da mobilitare le risorse patrimoniali e liquide all'interno del gruppo⁵⁰. Possiamo notare come la struttura della riforma inizia ad assumere una connotazione simile a quella delle banche popolari. Difatti, pare evidente, che in questo caso la capogruppo, cui viene riconosciuta natura di società per azioni, sia dotata di incisivi poteri di direzione e coordinamento⁵¹. Questo assetto, che risponde alla necessità di un pronto rafforzamento patrimoniale, può, però, incidere negativamente sul carattere fondamentale della mutualità di questi enti, come abbiamo visto, loro essenza. L'ipotesi di autoriforma non ha però completato il suo procedimento, in quanto, alle richieste del Governo e dalle sollecitazioni mosse dalla Banca d'Italia di procedere con urgenza data la

⁴⁸ Cfr. Barbagallo C., *Audizione parlamentare* tenuta nell'*Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano*, Camera dei Deputati, 9 dicembre 2015, p.4 delle bozze di stampa

⁴⁹ un'ottima discussione è stata fatta da Fubini F. in un editoriale del Corriere della Sera, la si può consultare a https://www.corriere.it/economia/16_gennaio_11/banche-tutte-novita-le-cooperative-ecco-cosa-cambia-5b8b9134-b82c-11e5-8210-122afbd965bb.shtml?refresh_ce-cp

⁵⁰ Cfr. Barbagallo, *Intervento al Seminario istituzionale sulle tematiche relative alla riforma del settore delle banche di credito cooperativo*, p. 6 consultabile presso <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2015/Barbagallo-151015.pdf>

⁵¹ Cfr. Capriglione F., *L'autoriforma delle banche di credito cooperativo. Una svolta decisiva nella morfologia del sistema bancario italiano*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 4/2015, p. 18

gravità della situazione non si è giunti ad un'attuazione dei progetti presentati dalle categorie di settore, passando dunque in capo all'esecutivo l'arduo compito di decidere.

2.5 La riforma delle BCC (l. 8 aprile 2016 n.49) ed aspetti critici

La riforma viene attuata in seguito all'emanazione del d. l. 14 febbraio 2016, n. 18 convertito in legge l'8 aprile dello stesso anno. Il decreto⁵², che modifica il d. lgs. 1 settembre 1993, n.385, ha come oggetto notevoli cambiamenti strutturali, quelli più importanti (art 1 e 2 del suddetto decreto) riguardano la costituzione di un gruppo bancario cooperativo, la cui adesione è condizione per il rilascio dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria in forma di banca di credito cooperativo, la nomina dei membri degli organi di amministrazione e controllo spetta ai competenti organi sociali. Il gruppo bancario cooperativo è composto da una società costituita in forma di società per azioni autorizzata all'esercizio dell'attività bancaria il cui capitale è detenuto in misura maggioritaria dalle banche di credito cooperativo appartenenti al gruppo. La capogruppo esercita attività di coordinamento sulle società del gruppo sulla base di un contratto di coesione. Il medesimo contratto assicura l'esistenza di una situazione di controllo come definito dai principi contabili internazionali adottati dall'Unione Europea. I poteri della capogruppo che, nel rispetto delle finalità mutualistiche, includono: l'individuazione e l'attuazione degli indirizzi strategici ed obiettivi operativi del gruppo nonché gli altri poteri necessari per l'attività di direzione e coordinamento, proporzionati alla rischiosità delle banche aderenti, ivi compresi i controlli ed i poteri di influenza sulle banche aderenti volti ad assicurare il rispetto dei requisiti prudenziali e delle altre disposizioni in materia bancaria e finanziaria applicabili al gruppo e ai suoi componenti. Tale disposizione ha visto nascere due macro gruppi, contro la dottrina che preferiva un pluralismo di tali strutture, che fanno capo rispettivamente all'Iccrea ed alla Cassa Centrale Banca, ai quali se ne aggiunge un terzo, a carattere regionale, operante nell'Alto Adige. In rispetto delle volontà del legislatore, lo schema si fonda sull' "adesione obbligatoria", relativa al contratto di adesione

⁵² consultabile presso <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2016/2/15/16G00025/sg>

precedentemente illustrato, e sulla formazione di un meccanismo solidaristico infra gruppo, il c.d. *cross guarantee scheme*⁵³ (ovvero una rete di garanzie incrociate che lega la capogruppo e la sua continuità finanziaria alle BCC aderenti).

L'attuazione di questa riforma, quindi, è conforme alla volontà delle autorità di settore e al contempo affine al progetto della Federcasse precedentemente discusso. Ma, immediatamente dopo la sua esecuzione, ed anche lungo tutto il processo normativo, i maggiori esponenti dell'economia e giurisprudenza nazionale sono stati protagonisti di un lungo dibattito. Oggetto di discussione è l'incertezza che la costituzione di un gruppo unico conduca alla perdita dei canoni ordinatori che, fino ad oggi, hanno contraddistinto l'inserimento e la permanenza nel settore del credito dei soggetti riformati e, soprattutto, con la loro specificità funzionale che si individua nello spostamento della centralità della causa cooperativa dal momento mutualistico in senso proprio a quello territoriale⁵⁴ (OPPO 2015). Tale struttura, senza una decentralizzazione dei poteri della capogruppo a favore di un maggiore frammentazione, magari in più "macro-gruppi"⁵⁵, è destinata ad incidere negativamente sui profili partecipativi delle banche aderenti. In questo contesto diventa debole la valorizzazione territoriale che si estrinseca in una destinazione al territorio di riferimento della prevalente attività posta in essere dagli operatori di tale categoria. La soluzione del gruppo unico si traduce in una sostanziale eliminazione della specificità che ne ha contraddistinto le funzioni; l'assunzione di scelte di politica gestionale effettuata in sedi lontane da dove l'operatività delle singole unità è attiva avrà ripercussioni nefaste sul nesso che ne riconduce l'azione al territorio, in tal modo si attenua il ruolo tipicamente proprio delle BCC, quali "agenti integratori" dei distretti industriali, destinati a supportare finanziariamente le PMI⁵⁶. Da tenere in considerazione che la capogruppo avente carattere di *holding* - scelto per un facile approvvigionamento di capitale sui mercati internazionali⁵⁷

⁵³ Cfr. Capriglione F., *Per un nuovo "trade off" tra localismo e stabilità*, in *Rivista Trimestrale di diritto dell'economia*, 3/2018 p.9

⁵⁴ Cfr. OPPO, *Intervento nel Convegno di studio organizzato dalla Banca di credito cooperativo "Cambiano"*, in AA. VV. *Le banche cooperative e il nuovo diritto societario*, p 56

⁵⁵ Cfr. Barbagallo C., *Intervento al Seminario istituzionale sulle tematiche relative alla riforma del settore delle banche di credito cooperativo*, p.8

⁵⁶ Cfr Capriglione F., *L'autoriforma delle banche di credito cooperativo. Una svolta decisiva nella morfologia del sistema bancario italiano*, op. cit, 2015, p. 34

⁵⁷ Cfr. Sabbatelli I., *L'autoriforma delle banche di credito cooperativo*, in AA.VV. *La riforma delle banche popolari*, Wolters Kluwer, CEDAM, 2015 pag. 209

- avrà una diversa finalità operativa rispetto alle cooperative rendendo difficile l'unione dei diversi interessi in capo alla capogruppo e le aderenti. Inoltre, tale struttura, caratterizzata da soggetti con sostanziale differenza relativa soprattutto al territorio in cui operano, dà luogo ad una non lineare applicazione di strategie da parte della *holding* nei confronti delle singole banche. Da ciò si potrebbero determinare gravi disparità di trattamento tra operatori appartenenti ad un medesimo agglomerato e forme di competitività che potrebbero sfociare in situazioni di conflittualità, decisamente nocive per l'intero gruppo in base ai rischi di contagio infra-gruppo, oggetto di numerosi studi sul rischio sistemico⁵⁸. La scelta del legislatore, dunque, non può tener conto del consolidamento patrimoniale trascurando localismo economico e contesto culturale che non può essere escluso di fronte al processo di globalizzazione, il cui vero contrappeso è la salvaguardia della cultura locale e delle identità territoriali, che non possono considerarsi estranei alla al processo che condiziona lo sviluppo dei mercati globali.

2.6 La “Controriforma”: un’opportunità sprecata

Le incongruenze appena affrontate, relative alla nuova struttura attuata dalla riforma nel 2016, non sono state affrontate e hanno continuato a persistere anche successivamente la promulgazione del d. l. 25 luglio 2018, n. 91 (c.d. *Milleproroghe*). Tale provvedimento⁵⁹, ha modificato leggermente il precedente, senza però un cambiamento strutturale dell'organismo del gruppo unico. Seppur le dichiarazioni del Governatore Visco, appena prima la promulgazione del decreto, ribadiscono che la riforma consentirà di continuare a sostenere le economie locali, effettivamente tradotte nella modifica del comma 3 dell'articolo 37-bis, del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, è altrettanto vero il sostanziale ridimensionamento di tale assunto in riferimento alle preoccupazioni riguardo l'incidenza dei crediti deteriorati, particolarmente elevati nelle BCC. Evidente sembra come la continuità dei processi aggregativi previsti non messi in discussione dall'art 11 del decreto

⁵⁸ Cfr. Pellegrini M., *La funzione delle BCC in un mercato in trasformazione. Ipotesi di riforma e specificità operativa*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 4/2015 p. 76

⁵⁹ consultabile presso <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2018/07/25/18G00118/sg>

Milleproroghe, assieme alle ultime dichiarazioni delle autorità di settore, siano finalizzate in particolar modo allo scopo di gestione delle crisi di singole BCC con soluzioni di tipo liquidatorio (da ricordare le difficoltà affrontate nei confronti dei gruppi di BCC in crisi del 2014) piuttosto che all'affermato sostegno delle economie locali⁶⁰. Il motivo secondo cui si vuole trasformare banche di piccole/medie dimensione in agglomerati che hanno la caratteristica di essere a rilevanza sistemica, come insegna anche la riforma delle popolari, risiede nella volontà delle autorità di evitare il governo di procedure di amministrazione straordinaria, affidandolo per quanto più si può alla BCE⁶¹. Siamo dinnanzi ad un processo di deresponsabilizzazione delle autorità di vigilanza che però nuoce alla realtà economica locale. Altro limite che non è stato affrontato è riferito agli stringenti vincoli preposti dalla presenza del contratto di coesione. La natura coattivo del contratto, per definizione, limita fortemente l'autonomia delle banche aderenti. Questo contratto, che prevede obblighi precedentemente annunciati, non è stato minimamente modificato dalla "controriforma". Tale contratto appare ispirato al "contratto di dominio" di origine tedesca, secondo cui si dà al soggetto a capo di una struttura facoltà di imporre direttive pregiudizievoli alle società affiliate senza che queste ultime ricevano alcun vantaggio comparativo⁶². Importante sottolineare come, oltre ai limiti decisionali su la gestione operativa, vi siano limiti anche dal punto di vista dell'uscita. In quanto l'uscita è consentita nei casi previsti dal contratto solo per motivi giustificati, con un preavviso di 24 mesi, considerando l'obbligo posto in essere nei confronti della banca recedente di porre garanzie per almeno 10 anni (Circ. N.285/2013 Banca d'Italia). Resi noti i vincoli imposti che limitano la capacità decisionale delle BCC, sembra evidente la pericolosità di tale assetto nei confronti dell'autonomia di tali istituti, che potrebbe disattendere le specificità interventistica che li caratterizza. Sono state largamente disattese quindi le richieste da parte dei "controriformatori" relative alla soppressione di queste gravi lacune, seppur sia stata acclamata dagli stessi, in seguito anche alla larga adesione delle BCC ai due capogruppi. Bisogna però capire quanto l'adesione dipenda dalla volontarietà delle stesse, ovvero dalla obbligatorietà imposta dal suddetto

⁶⁰ Cfr. Capriglione F., *Per un nuovo "trade off" tra localismo e stabilità*, in *Rivista Trimestrale di diritto dell'economia*, op. cit., 2018 p 24

⁶¹ Cfr Sepe M., *Il gruppo bancario cooperativo: tra autoriforma e neodigirismo, un nuova dimensione del credito cooperativo?*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 4/2015, p. 81

⁶² Cfr Di Brina L., *Intervento*, in AA. VV., *L'autoriforma delle banche di credito cooperativo*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 4/2015 p. 106

contratto di coesione la cui mancata partecipazione le avrebbe private dell'esercizio. Conseguono la sostanziale irrilevanza delle modifiche apportate, che si sostanziano nella concessione di una proroga per la costituzione dei gruppi, nell'innalzamento della soglia di partecipazione, nella previsione che riconduce l'esercizio dei poteri della *holding* anche al rispetto del carattere localistico delle suddette banche. Resta, come già detto, intoccato il sistema che vincola e limita le aderenti ai gruppi, donde in realtà era necessario riconoscere maggiori poteri decisionali e più autonomia, mentre sono state lasciate inalterate le modalità di selezione dei componenti degli organi amministrativi e di controllo, la cui nomina dipende dal beneplacito della capogruppo. Siamo di fronte all'evidenza in cui il legislatore insiste a non ottemperare ai suoi doveri nell'ottica di evitare il dissesto e la conseguente, seppur estrema, probabilità di eliminazione di questi istituti dal mercato, almeno, per come erano inizialmente concepiti. Senza apparenti motivi, se non quello di compiacere il legislatore europeo adattando le strutture organizzative a quanto più reputa congeniale, è continuato un processo che nella realtà economica nazionale, caratterizzata da un grande apporto delle PMI e conseguentemente dalle banche a loro connesse come abbiamo potuto ampiamente dimostrare, tenderà alla graduale esclusione di queste ultime, mentre si sarebbe potuto procedere ad un processo di ristrutturazione diverso, che sarebbe stato comunque in grado di perseguire gli obiettivi di aumento del grado di patrimonializzazione, da un lato, e diversificazione operativa e territoriale, dall'altro, senza però inficiare la caratteristica operativa, legata allo scopo mutualistico, tramite la presenza di stringenti limiti che ne riducono l'autonomia. Ciò non è avvenuto in altre realtà europee che sono state in grado di coordinare le necessità di adeguamento al nuovo contesto mantenendo le caratteristiche delle banche cooperative. Ed è proprio da questo confronto che risalta il carattere radicale dei provvedimenti attuati nel nostro paese, che oltre a inficiare il modello cooperativistico di per sé, allontaneranno il nostro sistema bancario sempre più da quelli dei più virtuosi paesi europei. In seguito vi sarà un'analisi più dettagliata di tali esperienze e dei modelli organizzativi cui sono caratterizzati.

2.7 Possibili soluzioni per la sopravvivenza delle BCC

Sembra evidente come, alla luce di questo risultato normativo, ci sia la volontà di fondo da parte del legislatore di escludere questi istituti normativi dal mercato, o quanto meno, per come erano stati concepiti sin dalla prima enciclica corrispondente la loro genesi. Anche se potrebbe essere un po' troppo estrema, non sembra irrealista come ipotesi. Bisogna ammettere però che come il sistema economico finanziario è in continua evoluzione, lo è anche questa realtà. Non siamo dinanzi a realtà e decisioni cristallizzate, ma in continuo divenire. Le autorità dovrebbero comprendere ciò per evitare il deterioramento di questi istituti ed affrontare le questioni con un diverso approccio strutturale che, sì, vada in contro alle necessità di migliorare la loro situazione patrimoniale e la loro *governance* ma, al contempo, preservare la loro natura in riferimento al ruolo fondamentale che assumono come "alimentatori" dell'economia reale. È invero come questa riforma abbia migliorato la *governance* di questi istituti tramite il rafforzamento di principi e regole già emerse nella CRD IV⁶³. La stessa direttiva delinea la materia come strumento essenziale al fine di raggiungere l'obiettivo della sana e prudente gestione degli intermediari di ottenere politiche di remunerazione, la cui mancanza è stata ritenuta una delle concause della crisi finanziaria⁶⁴. Da questo punto il legislatore potrebbe ricominciare un nuovo processo di ristrutturazione più conforme a quanto declinato nei paragrafi precedenti. La dottrina si è chiesta come ottemperare alle lacune e mancanze portate avanti sin dal principio dell'*iter* normativo arrivando alla conclusione che possa essere più consono adattare un assetto di più macro gruppi distinti su base territoriale cui le singole BCC possano far riferimento, in modo tale da non perdere la loro natura locale e carattere mutualistico, o la costituzione di modelli strutturali diversi da quelli adottati come la predisposizione di *Institutional Protection Scheme* (IPS)

⁶³ Cfr Sabbatelli I., *BCC:Requisiti degli esponenti aziendali e principio di proporzionalità*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 3/2018 p. 193

⁶⁴ Cfr. Masera R., Capriglione F., *Bank Corporate Governance: A new paradigm*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2016, pp 18-21 consultabile presso https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2889216

2.7.1 Gruppi “Macroregionali”

La possibile ipotesi attuativa di un concentramento in gruppi regionali delle BCC di riferimento, o di un'area macroregionale, bilancerebbe al meglio il dualismo composto tra localismo del credito ed efficienza operativa degli enti che vi partecipano. La predisposizione di tali agglomerati trova giustificazione in principi costituzionali, confermati dalla riforma del Titolo V, sull'estensione alle regioni ordinarie di interventi riconosciuti a quelle a statuto speciale in materia di credito e risparmio⁶⁵. Tale assetto potrebbe limare le difficoltà spuntate dalla riforma per quanto concerne le linee guida operative e strategiche che la capogruppo emana nei confronti delle BCC, sarebbe, inoltre, in grado di proteggere le caratteristiche delle stesse in modo da non condurre ad una loro alterazione. Il miglioramento della loro situazione patrimoniale, necessario per il contesto in cui operano come abbiamo asserito, può realizzarsi solo se il legislatore non sovraccarichi la dimensione degli istituti. Detto ciò, l'attuale situazione può portare a forme di instabilità causate dalla rottura del filo che lega le BCC alla loro natura, che producono un effetto catastrofico non solo all'interno di tale categoria, ma anche, per effetto domino all'economia tutta. Invero, lo sviluppo di tale assetto strutturale conduca alla perpetuazione di miglioramenti sollevati dalle realtà regionali attraverso la radicata conoscenza del territorio da parte dei soggetti predisposti al management delle BCC. Tale conoscenza è intrinseca caratteristica richiesta ai manager delle imprese creditizie in attuazione del principio della sana e prudente gestione delle banche e del sistema⁶⁶. In questo modo ci sarebbe congruenza tra l'adeguatezza dei dirigenti degli istituti e le mansioni che sono tenuti a rispettare. Non si può escludere tale carattere fiduciario che si instaura tra cliente e banca, che l'attuale assetto farebbe crollare, assieme a quest'insieme di valori di cui le BCC si fanno carico, rappresentati, nello specifico, da strategie operative che prontamente si adattano alle singole ed uniche caratteristiche del cliente. Inoltre, la già affrontata questione legata all'autonomia delle banche che aderiscono al gruppo è punto cardine del corso normativo che ha visto

⁶⁵ Cfr. Pellegrini M., *L'ipotesi di gruppi Macroregionali e la conservazione del localismo bancario*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 3/2018 p. 88

⁶⁶ Cfr. Stefancic M., *Cooperative Credit Network: Advantages and Challenges in Italian Cooperative Credit Banks*, 2011 consultabile presso <https://www.ssrn.com/abstract=1831078>

protagoniste le BCC, con l'assetto di gruppi regionali non si perderebbe, non rinnegando così un principio sorretto dalla dottrina e giurisprudenza per oltre 100 anni. La definizione del sistema caratterizzato da gruppi regionali può essere disciplinata, in via embrionale, dalla circolare della Banca d'Italia n.258/2013⁶⁷, che consente la possibilità di costituire "sottogruppi" territoriali caratterizzati da una struttura piramidale con a capo una *holding* nazionale seguita da una *sub holding regionale* che ha forma di s.p.a. cui si riferiscono banche di credito cooperativo con sede nelle rispettive regioni. L'*holding* nazionale, in riferimento a tale circolare, direziona e coordina i sottostanti istituti. Le *sub-holding*, invece, si limitano al supporto delle attività svolte dalla capogruppo tramite le attività di indirizzo e monitoraggio delle BCC, nei criteri predisposti dalla capogruppo. Nella fattispecie assume un ruolo operativo da un lato, attuando e trasmettendo le disposizioni della capogruppo, ed un ruolo di vigilanza, verificando il rispetto delle disposizioni e segnalando alla capogruppo qualora vi fossero scostamenti da quanto deciso. In questo ruolo avrebbe anche la capacità di coadiuvare l'operatività della capogruppo indicando, sulla base della conoscenza territoriale, gli interventi da attuare in caso di anomalie. La responsabilità, però, resta in capo alla capogruppo per l'esercizio delle attività svolte. In questo contesto strutturale, il ruolo delle *sub-holding* è da considerarsi superfluo, poiché non sarebbe caratterizzato dall'autonomia a cui si auspica per il corretto funzionamento del sistema. Ciò comporterebbe, ancora una volta, dei meccanismi rarefatti e complessi. L'attuazione di un complesso di regole che renderebbe autonomi i capogruppi regionali sarebbe, invero, più auspicabile per mantenere da un lato una solidità economico-finanziaria delle BCC, dall'altro consentire la direzione di piani e strategie nei confronti delle banche controllate ponendo l'accento sulle esigenze di queste ultime in base alle attività svolte sul territorio, in modo tale da coordinare in modo ottimale il contrappeso tra localismo ed efficienza aggregativa. Questa struttura organizzativa è ampiamente diffusa nel mondo societario. Tale assetto è accolto da molte società che intendono aumentare i controlli su le c.d. *subsidiaries*, in modo da aumentare la stabilità e l'efficienza di tutto il complesso societario⁶⁸. In virtù di quanto affermato pocanzi, il ridimensionamento della struttura attuale è necessario per un

⁶⁷ Cfr. Pellegrini M., *L'ipotesi di gruppi Macroregionali e la conservazione del localismo bancario*, op. cit., 2018, p.94

⁶⁸ Cfr. Montalenti P., *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Rivista delle Società*, 2007, p. 326

modello organizzativo ottimale anche in relazione alle regole cui sono sottoposte le compagini più grandi, che renderebbero ancor più gravoso lo svolgimento delle loro attività; un esempio è l'applicazione del SSM all'attuale compagine delle banche cooperative, come abbiamo potuto vedere nel primo capitolo, tali procedimenti includono l'assoggettamento a regole dure e pratiche come gli stress test, che potrebbero essere evitate nel momento in cui si configuri un agglomerato regionale delle BCC in modo da essere considerate *less significant*. Vi sono, dunque, più evidenze empiriche che conducono al preferire questo modello a quello attuato dal nostro legislatore. Tale modello ripristinerebbe un'indipendenza delle BCC in relazione alla loro specificità operativa conservando la logica pluralistica da sempre tutelata dal nostro legislatore⁶⁹.

2.7.2 IPS

Come il legislatore italiano ha dovuto tenere in considerazione delle volontà delle autorità europee nell'adottare la riforma delle BCC, in risposta all'evoluzione del contesto economico-finanziario, nella stessa misura è avvenuto negli altri paesi europei che sono stati protagonisti, anch'essi, di procedure di riassetto dell'ordinamento delle banche di credito cooperativo. Per quanto i punti di partenza siano gli stessi, siamo comunque dinanzi a strade attuative molto diverse tra loro, tranne per l'esperienza olandese. In questa sede, dunque, è necessario dirigere la nostra attenzione nei confronti degli altri paesi. Essi sono riusciti a modificare l'ordinamento in *subiecta materia* senza però alterare la natura degli istituti riformati, perseguendo la strada più conforme in relazione al cambiamento del contesto in cui operano e al contempo preservando la natura delle banche, le quali continuano ad operare in virtù dei loro scopi caratterizzati da mutualismo e territorialità. Eseguire un confronto comparativo con queste esperienze, diverse dal contesto italiano, potrebbe permettere di giungere a conoscenza di un modello più appropriato alla realtà cooperativa, rispetto a quanto è stato adottato in Italia. L'indagine sulle differenti strutture aggregative

⁶⁹ Cfr. Pellefrini M., *L'ipotesi di gruppi Macroregionali e la conservazione del localismo bancario*, op. cit., 2018, p. 97

predisposte dai principali ordinamenti dei Paesi dell'UE per assicurare il finanziamento delle PMI, deve tener conto della possibilità delle autorità europee di concedere deroghe, in linea con la normativa vigente, all'applicazione dei requisiti prudenziali richiesti dalla normativa di settore per gli enti creditizi affiliati ad un organismo centrale preposto al loro controllo⁷⁰. Tali deroghe sono rese possibili nella misura in cui gli istituti finanziari siano sottoposti a conformi sistemi di solidarietà in relazione agli impegni assunti dagli enti affiliati e dall'organismo centrale. Ed è proprio in questa ottica che un adeguato sistema di tutela istituzionale (*Institutional Protection Scheme*, IPS) potrebbe essere una soluzione. La normativa infatti consente agli istituiti creditizi, in seguito all'autorizzazione delle autorità competenti, di derogare ai requisiti prudenziali nel caso in cui vengano assunti ed eseguiti appositi IPS. Tali istituti consistono in accordi di responsabilità contrattuale "che garantisce la loro liquidità e la loro solvibilità per evitare il fallimento ove necessario" (art. 113, pat.7, CRR). Le autorità competenti al rilascio delle deroghe dovranno, inoltre, appurare che questo sistema di garanzie sia in grado di concedere sostegno preventivato da fondi di pronta reperibilità, e disponga degli strumenti adeguati per il computo e la classificazione dei rischi. Al conferimento di queste deroghe, dunque, corrispondono degli obblighi in capo agli affiliati, i quali dovranno redigere e pubblicare annualmente una relazione consolidata comprendente lo stato patrimoniale, il conto economico, il rapporto sui rischi⁷¹. Tale normativa non è però portatrice di univoche istruzioni sui modelli astratti da seguire, tale circostanza ha condotto discipline non uniformi tra gli Stati europei. Secondo tale normativa, è riconosciuta ampia discrezionalità ai Paesi dell'UE nella costituzione della struttura aggregativa reputata migliore in linea al contesto di ciascun Paese. Nello specifico è il caso della Germania, la quale ha destato preoccupazioni nei confronti della prospettiva del SSM anche ad istituti creditizi di dimensione ridotta. Alla luce delle esigenze e degli input provenienti dalle autorità, Fröhlich, il presidente della Federazione delle Banche Popolari e delle Banche Raiffeisen (BVR), ha spinto per un rafforzamento della struttura federativa (BVR). Questa decisione, a differenza di quanto avvenuto sul nostro territorio, è stata costruttiva per le sorti del paese, infatti è seguita la fusione di due grandi banche

⁷⁰ Cfr. Pagani E., *La riforma del credito cooperativo in prospettiva comparata*, in *Banca Impresa Società*, 2, 2016, p.205

⁷¹ Cfr. Rossano D., *Modelli di integrazione alternativi ai gruppi bancari cooperativi*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 4/2018, p.104

cooperative tedesche, la DZ Bank e la WGK Bank, che darà vita al terzo gruppo della nazione, gruppo che ad oggi riesce a competere sul mercato in relazione alla maggiore integrazione tra le stesse banche, ed all'adozione del meccanismo denominato IPS sopracitato. Mentre l'adozione di questo schema è stata accolta da diversi paesi come la Spagna e l'Austria, altri, come la Francia o la Finlandia, hanno optato per altre forme di ristrutturazione. Oltralpe, nello specifico, si è proceduto ad una rivisitazione del *Crédit Agricole*, la cui maggioranza è detenuta dalle casse regionali, con una semplificazione della catena di controllo e un progetto mirato al superamento delle divisioni interne e al rafforzamento della base patrimoniale. Anche in questo contesto è sorta la volontà degli istituti di dotarsi di un IPS e, inoltre, hanno richiesto un nuovo assetto di controllo, tale da consentire una maggiore integrazione anche a livello regionale⁷². Evidente l'assunto secondo cui l'adozione degli IPS consente agli enti aderenti di conservare un certo livello di indipendenza e autonomia⁷³. Segue che, in un contesto in cui è presente un sistema di tutela istituzionale, l'autorità cui spetta la vigilanza sugli enti che ne fanno parte spetta allo Stato membro, nel caso in cui gli istituti di credito siano considerati *less significant*, mentre il controllo sarà sottoposto ad una procedura di coordinamento tra la BCE e il competente supervisore nazionale, nel caso di enti *significant*. Altra sostanziale differenza con il modello italiano è inerente alla struttura delle partecipazioni. In Italia, la *holding* detiene le quote azionarie delle banche controllate, mentre negli altri Paesi i gruppi cooperativi detengono partecipazioni dell'istituzione a capo del sistema (c.d. *inverted pyramid*). Da notare che tali gruppi possono assumere altra conformazione: è possibile la disposizione a strati qualora ci siano altri istituti che si interpongono tra banche e capogruppo. Ad esempio, in Austria è presente un modello caratterizzato dalla presenza di gruppi macroregionali, citati nel paragrafo precedente, mentre in Germania le cooperative hanno un rapporto più diretto con l'istituto centrale (DZ BANK). Alla luce di quanto detto, nelle esperienze dei Paesi appena illustrati, le banche cooperative mantengono un'autonomia gestionale e, simultaneamente, hanno quote dell'organismo centrale, che le permettono maggiori diritti

⁷² Cfr Gatti S., I 400 giorni che sconvolsero il credito cooperativo, dicembre 2015, consultabile presso http://www.creditocooperativo.it/news/dettaglio_news.asp?hNewsID=122776&i_menuID=35308

⁷³ Cfr. Giacchè V., La riforma del credito cooperativo: riflessioni e valutazioni di scenari alternativi, al convegno per i Presidenti e i Direttori delle Casse Raiffesen e di Cassa Centrale, 2018 consultabile presso http://www.academia.edu/37035363/Vladimiro_Giacch%C3%A9_La_riforma_del_credito_cooperativo_riflessioni_e_valutazione_di_scenari_alternativi_Bolzano_5_luglio_2018_testo_con_grafici_

nei confronti di quest'ultimo, ad esempio sulla possibilità di disinvestimento, pesante vincolo presente nell'ordinamento italiano⁷⁴. Ad altra disciplina sono sottoposte le cooperative francesi il cui grado integrativo e di coesione è più elevato (sempre però inferiore a quello riscontrato nel gruppo cooperativo italiano). Infatti le strutture multilivello delle cooperative francesi sono caratterizzate dalla direzione e controllo della capogruppo⁷⁵. Tenuto conto di quanto appena affermato, il ricorso all'IPS, che prevede un modello improntato ai sensi di un mutuo soccorso tra chi vi aderisce, permetterebbe alle BCC di mantenere un'autonomia gestionale che non è concessa dall'attuale normativa italiana, ed abbiamo già affrontato cosa inficia tale lacuna.

La situazione attuale, alla luce anche delle ultime dichiarazioni degli esponenti della politica, nonché del Governatore Visco, non è protesa verso una rivisitazione dell'ultima normativa prodotta. Infatti, seppur contro la volontà e l'auspicio della dottrina, da una parte, e degli esponenti delle categorie di settore, dall'altra (in riferimento alla manifestazione del 13 settembre 2018 a Firenze su "La scomparsa delle banche di credito cooperativo"), la decisione è quella di non intervenire, confermando la struttura organizzativa che attualmente vede Iccrea s.p.a., Cassa Centrale Banca s.p.a e Banca di Trento s.p.a rivestire il ruolo di *holding* nelle rispettive zone di riferimento. Tale assetto avrà delle ripercussioni, come ampiamente discusso, sulla continuità delle BCC intese nell'accezione che le ha dotate di una disciplina speciale per più di un secolo. Il presupposto di questa critica non è mettere in dubbio l'efficacia di tale riforma nei confronti di una maggiore stabilità e consolidamento delle strutture, o nei confronti di un maggior grado di patrimonializzazione, ma si contesta lo snaturamento che tali enti subiscono. Ciò porta ad una trasformazione che eliminerà per sempre dal mercato gli unici istituti che riuscivano concretamente ad alimentare le PMI. Alla luce di tale contesto, sarà compito di queste ultime mutare a loro volta e ricercare nuovi canali d'investimento, poiché in ballo vi è la loro sopravvivenza. Oggetto di quest'analisi sarà il terzo capitolo.

⁷⁴ Cfr. Bülbül D., Schmidt R.H., Schüwer, Savings Banks and Cooperative Banks in Europe, White Paper Series no. 5, consultabile sul sito <https://safe-frankfurt.de/>

⁷⁵ Cfr. Rossano, *Modelli di integrazione alternativi ai gruppi bancari cooperativi*, op. cit., p. 106

3 PMI: Canali di finanziamento alternativi a quello bancario

3.1 PMI: colonna portante dell'economia europea

Le PMI rappresentano la colonna portante dell'economia europea, secondo le analisi della Commissione Europea⁷⁶ esse rappresentano il 99% di tutta l'economia, negli ultimi anni sono riuscite a creare oltre l'85% di nuovi posti di lavoro. Altrettanto importanti sono i risultati dei dati⁷⁷ relativi alla realtà Italiana che vede le PMI essere circa il 99,9% della totalità delle imprese (oltre 4 milioni) e la loro forza lavoro costituisce oltre l'80% dell'intero settore, mentre in Europa solo il 60%, inoltre più del 70% del valore aggiunto è attribuibile a questa tipologia di imprese. In Italia si registra il più elevato numero in Europa di società di piccola e media dimensione, il valore aggiunto ad esse riconducibile si posiziona, infatti, a livello europeo, al secondo posto. Nonostante l'eccellenza imprenditoriale del nostro Paese, vi sono degli aspetti caratteristici della struttura finanziaria delle PMI che minano le potenzialità di crescita e la produttività delle stesse e, più in generale, quella dell'intero sistema economico italiano. Queste ragioni hanno portato a specificare precisamente cosa si intenda per piccole e medie imprese, in modo da distinguerle con chiarezza e concedere loro di sfruttare del tutto l'appoggio dell'UE e degli Stati membri nel compimento delle loro attività.

⁷⁶reperibili presso https://ec.europa.eu/growth/smes_en

⁷⁷ Commissione Europea "2013 Small Business Act Fact Sheet, Italy"

3.2 Caratteristiche strutturali delle PMI italiane

La definizione⁷⁸ nella normativa italiana corrisponde a quanto già stabilito in sede europea conseguentemente il confronto tra le varie autorità⁷⁹. Il legislatore comunitario quindi si è occupato di individuare in modo puntuale le organizzazioni che costituiscono "impresa", considerando ogni entità, a prescindere dalla forma giuridica rivestita, che eserciti un'attività economica, attuando così un metodo discriminatorio basato su elementi quantitativi. In particolare si definiscono:

1. Micro imprese: entità che occupano meno di 10 persone e realizzano un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 2 milioni di euro;
2. Piccole imprese; entità con meno di 50 dipendenti ed un fatturato annuo o uno stato patrimoniale annuo inferiore ai 10 milioni di euro;
3. Medie imprese: imprese con meno di 250 dipendenti ed n fatturato annuo inferiore a 50 milioni di euro o un totale dell'attivo dello stato patrimoniale inferiore ai 43 milioni di euro;

Il sistema produttivo italiano è caratterizzato da una situazione del tutto peculiare, soprattutto se confrontate alle altre economie maggiormente progredite o in via di sviluppo. Le imprese italiane sono spesso a conduzione familiare e concentrate sulla figura dell'imprenditore con nessuna struttura manageriale⁸⁰. La maggior parte di esse ha puntato sulla flessibilità produttiva e sono localizzate in settori tradizionalmente caratterizzati da bassa produttività, intensità tecnologica e capacità innovativa. Le piccole imprese sono inoltre caratterizzate da una pronunciata dinamica demografica con aperture e chiusure molto frequenti; si consideri che ha quattro anni dalla nascita ne sopravvive solo il 60%⁸¹.

⁷⁸ art. 2 della Raccomandazione 2003/361/CE, in Italia recepita dal decreto del Ministero delle Attività produttive 18/4/2005

⁷⁹ Già nel 1996 era stata introdotta una prima definizione a livello europeo, poi rivista nel 2003 dopo un confronto tra la Commissione Europea, gli Stati membri e le organizzazioni di imprese

⁸⁰ Troise G., *Come finanziare le PMI*, Wolters Kluwer, 2014 p.11

⁸¹ Rapporto PMI CERVED 2018

Le PMI soffrono più delle altre imprese di alcune criticità strutturali che caratterizza la gestione finanziaria. Vengono descritte come imprese sottocapitalizzate, troppo dipendenti dal debito bancario a breve, che sono timorose di aprire quote di proprietà ad investitori esterni. Questa paura può essere spiegata dalla possibile perdita del pieno controllo strategico ed operativo. Sono inoltre diffidenti verso i mercati finanziari ed i vincoli di trasparenza di bilancio imposti dalle regole degli investitori istituzionali⁸². La fondamentale caratteristica è che le PMI in Italia ricorrono quasi esclusivamente al capitale di debito per coprire il fabbisogno finanziario: sono caratterizzate in gran parte dal debito bancario, espresso dalle richieste di finanziamento a breve termine e finanziamenti e debiti verso soci⁸³; in misura più contenuta anche da capitale di rischio fornito dai soci fondatori che, come visto in precedenza, sono imprenditori familiari cui spetta il totale controllo di gestione e attività operative d'impresa. In altre parole, la struttura del passivo è rappresentata da un forte sbilanciamento dalla parte del passivo, che delinea anche una ridotta diversificazione delle fonti di approvvigionamento: sono quasi nulli i finanziamenti alternativi al sistema bancario. Un'altra criticità è rappresentata invece dalla sottocapitalizzazione: l'apporto di capitale in misura decisamente ridotta è concatenato ad un basso livello di autofinanziamento da utili netti, causato dall'eccessiva mole di oneri finanziari che l'indebitamento costringe a pagare. Ciò porta ad uno sbilanciamento patrimoniale e finanziario, che grava maggiormente in periodi negativi del ciclo economico poiché aumentano le difficoltà nel ripagare i prestiti. Significa che le passività consolidate di medio e lungo termine e il patrimonio netto dell'impresa sono ridotti nei confronti dell'attivo immobilizzato che rappresenta le attività grazie alle quali l'impresa investe le sue risorse; in altre parole l'attivo immobilizzato risulterà in gran parte finanziato con i debiti a breve termine. Tale congiuntura si traduce in uno sbilanciamento poiché i debiti a breve termine dovranno essere affrontati prima rispetto a quando gli investimenti, finanziati da questi ultimi, porteranno un tornaconto. Si traduce in una difficoltà nel ripagare il capitale e gli interessi conseguenti l'indebitamento a breve termine. Comporterà una ridotta flessibilità nelle opportunità di investimento ed un'elevata fragilità finanziaria nel momento in cui il ciclo economico sarà caratterizzato da fasi avverse. In tale circostanza, l'impresa è

⁸²Onida F., *Se il piccolo non cresce. Piccole e medie imprese italiane in affanno*, Il Mulino, 2004

⁸³ BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale 2011*, pag. 176

maggiormente esposta a crisi finanziarie e ha più difficoltà nell'affrontare crisi economiche che, a loro volta, comporteranno minori opportunità di crescita e maggiore peso del debito.

Altra caratteristica delle PMI equivale alla componente culturale, ovvero la *forma mentis* e l'inclinazione degli imprenditori. Questa caratteristica è profondamente legata alle tematiche pocanzi espresse: eccessivo indebitamento e sottocapitalizzazione. Causa di ciò è la peculiarità familiare delle PMI. Secondo il nono Censimento oltre 90% delle imprese italiane è a conduzione familiare, con conseguenze anche sul management di tali aziende che a sua volta è di matrice familiare⁸⁴. Tali imprenditori, come annunciato precedentemente, sono riluttanti all'ingresso di investitori esterni i quali sarebbero in grado di fornire nuovo capitale di rischio e inoltre maldisposti nei confronti di interventi di manager esterni. Ne consegue che la raccolta di capitali presso il mercato finanziario non sia favorita dalla gestione familiare, mentre è ancor più accentuato l'utilizzo del credito bancario come fonte quasi esclusiva di finanziamento.

Queste tre caratteristiche sono ancor più collegate alla riluttanza del management di accrescere il capitale di rischio di rischio tramite l'espansione dell'azionariato, tale circostanza renderebbe più concreta una crescita dimensionale e al contempo produttiva. Ricorrere al mercato dei capitali fa nascere in capo all'imprenditore il timore di perdere il controllo dell'impresa, affrontare ulteriori costi per attuare la procedura di quotazione e rispettare obblighi più rigorosi in tema di trasparenza, oltre ad essere più visibili agli occhi del fisco. Questi presupposti hanno fatto sì che le PMI fossero diffidenti nei confronti dei mercati di capitale, ma anche nei confronti dei mercati obbligazionari, il quale, prima degli ultimi interventi del legislatore, restava sfruttato solo dai grandi gruppi industriali. I motivi principali risiedono negli elevati costi di emissione e nel rendimento medio richiesto altrettanto elevato. Si noti come sesso le piccole e medie imprese siano incapaci di compiere un percorso di crescita produttiva e dimensionale, i motivi risiedono proprio nella struttura finanziaria delle stesse: una struttura del passivo squilibrata nei confronti del debito blocca le prospettive di crescita delle imprese perché non dà loro possibilità di finanziare progetti

⁸⁴ AA.VV., Osservatorio Monetario n. 3/2014, Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Novembre 2014

caratterizzati da lunghi periodi di realizzazione o rientro, anche nel caso in cui termine sia incerto. Le peculiarità riguardanti l'eccessivo indebitamento bancario e le modalità di ricorso al capitale di rischio creano da un lato squilibri, dall'altro non permettono una struttura adeguatamente bilanciata. In Italia quasi tutte le imprese sono caratterizzate da una scarsa patrimonializzazione, ciò è dimostrato dal grado di leva finanziaria, elevato anche se confrontato con gli altri paesi europei⁸⁵. Il *leverage ratio* misura il rapporto tra debiti finanziari di un'impresa e la loro somma con il patrimonio aziendale, l'indice aiuta a capire in che modo l'attività imprenditoriale è misurata dalle fonti che la finanziano. Un'impresa che riesce in modo più facile e a migliori condizioni ad usufruire del credito bancario o si mercato è ben capitalizzata e al contempo garantisce meglio il proprio debito. Per evitare che l'impresa affronti un prestito che implicherebbe il pagamento di interessi e il rimborso di capitale, è meglio che abbia una struttura più bilanciata caratterizzata da una maggior presenza di capitale di rischio; in egual modo diversificare le modalità di approvvigionamento di capitali concederebbe all'impresa di non indebitarsi solo tramite i prestiti a breve, ma darebbe la possibilità di poter scegliere delle procedure di indebitamento di lungo periodo, con la conseguenza di poter finanziare nuovi progetti, effettuare investimenti innovativi o cercare di aumentare la dimensione dell'azienda.

Le caratteristiche delineate che manifestano la fragilità delle PMI si sono ancor più enfatizzate in Italia durante i periodi di contrazione dell'economia causati dalla crisi finanziaria del 2007 e la recessione che ha colpito il Paese durante il periodo 2011/2013. Di conseguenza si è accentuato il fenomeno della restrizione del credito bancario che ha generato un inasprimento dei criteri di erogazione del credito bancario con regole molto più rigide.

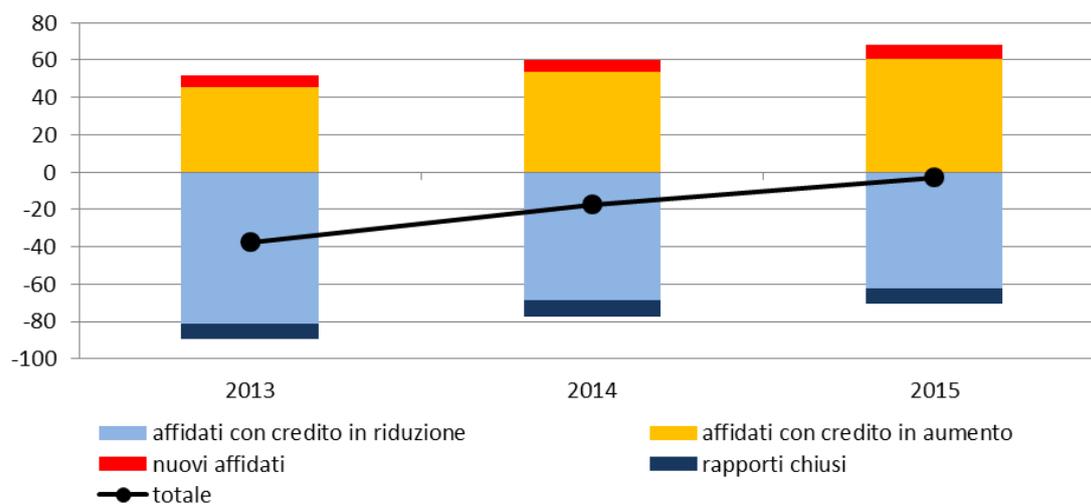
⁸⁵ Banca d'Italia, *Relazioni annuali 2017 e ISTAT*

3.3 Il fenomeno del *credit crunch*

Detto ciò, il panorama economico e finanziario, come illustrato precedentemente, è profondamente mutato nel corso degli ultimi anni, in Italia e nel mondo. La globalizzazione e la relativa esigenza di nuove regole hanno trasformato radicalmente i paradigmi economici. Le maggiori ripercussioni ricadono, però, sulla categoria di imprese appena introdotta che ha visto ridursi l'erogazione di finanziamenti da parte degli istituti di credito. I dati della Banca d'Italia⁸⁶ mostrano come la capacità di accedere a nuovi finanziamenti, l'entità dei prestiti concessi e le condizioni applicate agli intermediari si differenziano in ragione delle caratteristiche delle aziende che ne beneficiano: mentre il credito è cresciuto per le imprese di maggiore dimensione, invece ha continuato a diminuire per le aziende più piccole. Successivamente ai due periodi di recessione il volume di prestiti bancari alle imprese non finanziarie era più basso di 120 miliardi rispetto al picco raggiunto nel 2011⁸⁷. Il calo è stato marcato nel 2013 (-5,1%) e si è progressivamente attenuato fin quasi ad annullarsi alla fine del 2015 (-0,7%) in seguito a cui ha visto un leggero incremento rispetto i livelli precedenti.

⁸⁶ si possono trovare sul paper della Banca d'Italia, *Fragilità finanziaria delle imprese e allocazione del credito*, Questioni di Economia e Finanza (Occasional papers), n. 371, 2017

⁸⁷ Albareto G. e Finaldi Russo P, *Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi*, Banca d'Italia, occasional papers, 2012



Fonte: Cerved e Centrale dei rischi, 2017

Da tenere in considerazione che una quota al quanto contenuta di tale flusso, circa il 10%, e in calo rispetto al 2013, è destinata a imprese di nuova costituzione o che hanno ricevuto credito per la prima volta (margine estensivo). Da una parte può indicare cautela nell'erogazione del credito da parte degli intermediari, che preferiscono finanziare aziende di cui hanno già assaggiato le capacità di rimborso; dall'altra potrebbe essere indice di una tendenza delle banche a sostenere clienti in difficoltà per evitarne l'insolvenza e procrastinare la perdita dell'intera esposizione nella speranza che le loro condizioni migliorino (c.d. fenomeni di *evergreening* o *zombie landing*). L'evidenza che presenta la correlazione tra le variazioni del credito e le caratteristiche delle imprese beneficiarie suggerisce, però, che la prima sia più plausibile come opzione. I dati della Banca d'Italia mostrano come le riprese dei flussi di credito ha interessato soprattutto le imprese di maggiore dimensione e quelle della manifattura e dei servizi, che sono riuscite a trarre vantaggio da una congiuntura più favorevole. I prestiti bancari hanno invece continuato a diminuire per le aziende più piccole (fig. 3.a). Inoltre la classificazione delle imprese per categoria di rischio, oltre che per dimensione, evidenzia che i prestiti sono cresciuti per le imprese più solide, mentre sono diminuiti per quelle rischiose e vulnerabili. Considerando le sole imprese con bilanci solidi si conferma tuttavia una dinamica del credito generalmente peggiore per le aziende di minore dimensione rispetto a quella osservata per le aziende più grandi (fig. 3.b)

Figura 3: Il credito bancario alle imprese nel 2015

Fonte: Banca d'Italia 2015

(variazioni percentuali sui 12 mesi)

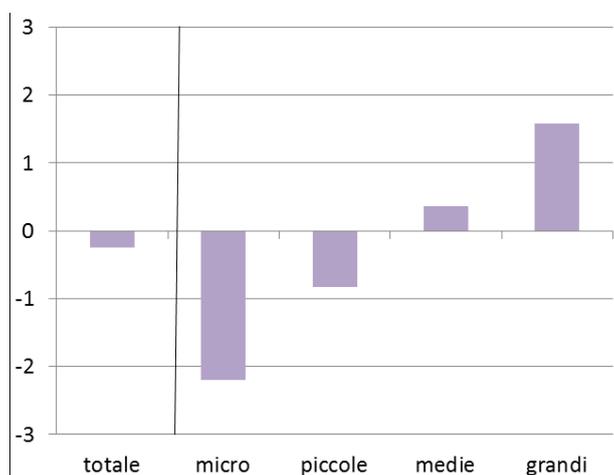


Figura 3.a: Per classe dimensionale

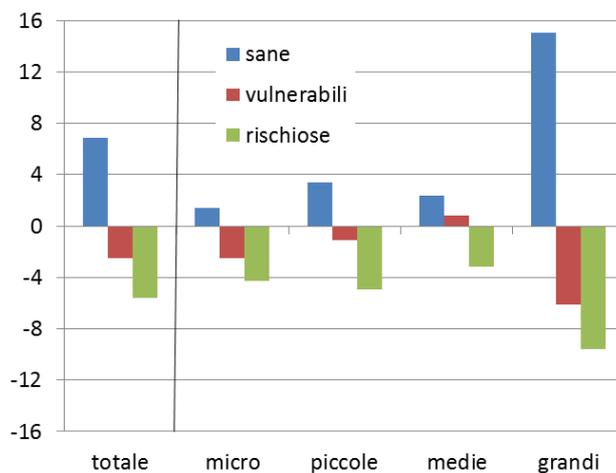


Figura 3.b: Per categoria di rischio e classe dimensionale

I risultati delle analisi effettuate da Banca d'Italia sulla base dei dati Cerved indicano che risulta statisticamente significativo soprattutto il divario tra le microimprese da un lato e ciascuna delle altre categorie dall'altro (in base alla classificazione di micro, piccola, media e grande). Quindi la fragilità finanziaria, caratteristica delle microimprese è quella che contribuisce maggiormente alla varianza nella crescita dei prestiti. Il rischio, inoltre, è la determinante principale del divario nell'andamento del credito tra classi dimensionali: a

esso fa capo oltre il 70% della differenza tra microimprese e grandi aziende e circa il 40% di quella tra microimprese e aziende di piccola e media dimensione. Questo risultato riflette la combinazione di due fattori che influenzano l'offerta del credito: da un lato il maggiore indebitamento delle micro-imprese rispetto a quello osservato in altre classi dimensionali; dall'altro l'elevata selettività nell'erogazione del credito da parte degli intermediari che hanno in particolare ridotto i finanziamenti alle aziende caratterizzate da elevate fragilità. Il risultato è coerente con il permanere del fenomeno c.d. *flight to quality*⁸⁸, il quale afferma che la quota di prestiti poco rischiosi varia in modo anticiclico, piuttosto che con l'ipotesi di adozione di politiche di *evergreening* sopracitato, ovvero la preferenza per il finanziamento di clienti in difficoltà per evitare la contabilizzazione delle perdite delle relative esposizioni. Un secondo fattore sottostante il divario nell'andamento del credito tra classi dimensionali di impresa è la composizione settoriale, coerentemente con le evidenze di una ripresa economica eterogenea tra comparti produttivi. Le micro-imprese sono in fatti più presenti nei settori produttivi in cui gli indicatori economici utilizzati per le analisi sono relativamente peggiori. Infine, si dimostra come vi è una parte non trascurabile del divario tra microimprese e altre aziende (soprattutto le piccole) non spiegata dalle variabili di impresa incluse nelle stime. Tale componente potrebbe riflettere fattori di offerta non esplicitamente considerati nel lavoro, connessi con una rischiosità aggiuntiva a parità di condizioni di bilancio attribuita dalle banche alle micro-imprese. Alla luce di quanto detto sembra evidente che le PMI debbano rimodellare la struttura basata su un eccessivo sfruttamento del credito bancario dal momento che la loro sopravvivenza non può dipendere esclusivamente dalla concessione di prestiti dagli istituti di credito. Ciò ha spinto istituzioni e imprese a porre maggiore attenzione alle modalità di finanziamento alternativo rispetto a quello tradizionale bancario.

⁸⁸ Cfr. Lang W., Nakamura L., "*Flight to quality*" in banking and economic activity, in *Journal of Monetary Economics*, 1995 disponibile presso https://www.researchgate.net/publication/4907721_'Flight_to_quality'_in_banking_and_economic_activity_1995;

3.4 Canali alternativi di finanziamento

Il contesto delineato delle PMI ha messo in evidenza la necessità di sviluppare nuovi metodi per l'approvvigionamento di capitali che si differenzino dal canale del credito bancario. Le imprese, pertanto, sono indotte a passare dal modello della finanza aziendale fondato, come vedremo, sull'indebitamento a quello dello sviluppo finanziario sostenibile⁸⁹ fino al modello che riserva alla finanza un ruolo centrale. Negli ultimi anni sia le imprese che le autorità predisposte alla loro salvaguardia si sono mobilitate in questo senso. Da un lato le PMI hanno sfruttato maggiormente quei canali interni, i quali possono essere rappresentati dalla finanza strutturata, ovvero dalla cartolarizzazione dei crediti, dal *project finance* e dalle operazioni di *structured leasing*. Dall'altro le autorità ed i mercati, data l'importanza delle PMI che assumono all'interno del sistema economico, hanno fatto in modo, i primi, di eliminare vincoli sia di tipo civilistico che fiscale per far sviluppare un canale di tipo obbligazionario, i secondi, di venire in contro alle esigenze delle imprese introducendo o rafforzando determinate strutture che assieme alle novità introdotte dal legislatore aprono nuove possibilità di finanziamento per le PMI; si tratta, nello specifico, dell'introduzione dei mini-bond e lo sviluppo di nuovi fondi istituzionali di *private debt*. Cercheremo di capire se le piccole e medie imprese riescano a fare a meno del canale bancario, dal momento che quest'ultimo - soprattutto per quanto concerne la soppressione degli istituti di credito cooperativo legata all'inasprimento del set di regole portato avanti dalle autorità di vigilanza europee – rischia di contrarsi sempre di più.

⁸⁹Cfr. Pavarani E., Tagliavini G., *La pianificazione finanziaria*, McGraw-Hill, Milano 2006

3.4.1 Finanza strutturata

Per finanza strutturata s'intendono quel raggruppamento di impieghi che comprende un'ampia gamma di operazioni, la cui peculiarità è la presenza di una base tradizionale di credito a medio-lungo termine, a differenza della tipologia dell'indebitamento bancario caratterizzato da tempi brevi. Un'operazione rientra in questa categoria nel momento in cui si verificano le seguenti condizioni⁹⁰:

1. Il soggetto beneficiario dei fondi contratti è un ente separato da colui o da coloro che propongono l'operazione. Questo scisma è attuato tramite la nascita di veicoli societari (SPV: *Special Purpose Veichles*, o SPC: *Special Purpose Companies*) con lo scopo di trattare l'iniziativa e a veicolare i flussi di cassa in entrata e in uscita a essa conseguiti;
2. Lo SPV diviene il centro d'imputazione di tutte le variabili economiche-patrimoniali e finanziarie generate dall'iniziativa stessa. I finanziatori, quindi, erogano finanziamenti al veicolo e non ai soggetti (*sponsors*) che l'hanno espressamente costituito;
3. Essendo lo SPV il ricevente dei pagamenti ed essendo lo stesso munito di patrimonio proprio, gli attivi strumentali alla gestione del progetto sono divisi dal restante patrimonio dei soggetti che gli hanno dato vita. Essi, quindi, diventano insieme ai flussi di cassa dell'iniziativa, una garanzia collaterale a favore dei creditori.

Tali presupposti danno significato alla definizione di operazioni c.d. *off-balance sheet financing*. Un'impresa che diviene veicolo societario separata da colui che ha l'interesse di ricevere un finanziamento per compiere una specifica iniziativa, valorizzata rispetto agli altri progetti in essere, implica che il risarcimento del finanziamento ottenuto abbia come garanzia principale la generazione di cassa originata dal patrimonio vincolato all'operazione. Il capitale totale di chi propone l'operazione è in linea teorica trascurabile per la stima della sostenibilità finanziaria dei finanziamenti poiché i creditori non fanno ricorso o solo in via limitata, in casi circoscritti, sul patrimonio dei soggetti che sviluppano

⁹⁰Cfr. Troise G, *Come finanziare le PMI*, op. Cit, p.143

il veicolo societario. L'uso di SPV che rivestono progetti o portafogli di attività è comune a un ambito di applicazione molto ampio. Nello specifico:

1. Nelle cartolarizzazioni, il veicolo di cartolarizzazione emana obbligazioni sul mercato in relazione di un capitale rappresentato da *assets* detenuti nello stesso veicolo. La ragione unica di rimborso di capitale e interessi è raffigurata dall'attitudine del *pool* di attivi di creare cassa in misura corrispondente. Il profilo dei flussi di cassa è, inoltre, migliorato attraverso tecniche di rafforzamento del credito (c.d. *internal/external credit enhancement*).
2. Nelle operazioni di *project finance*, le pianificazioni industriali vengono racchiuse in un opportuno veicolo societario (lo SPV) che diventa destinatario dei finanziamenti, il quale viene rafforzato tramite diverse pattuizioni contrattuali con le controparti significative (costruttori, acquirenti, fornitori, gestori, ecc.), tali accordi sono utilizzati per migliorare i profili di volatilità dei flussi di cassa operativi.
3. Nelle operazioni di *leasing* è consueto avviare il contratto in contraccambio di un soggetto giuridico *ad hoc* in modo da ottenere una migliore conformità tra flussi di cassa in uscita dovuti al pagamento dei canoni e flussi in entrata generati dall'asset finanziario (soprattutto nel caso di *big ticket* cioè su *assets* di una certa dimensione e complessità (aerei, navi, grandi complessi immobiliari).

Le differenze tra una logica di finanziamento *on-balance* (c.d. *corporate*) e quella fondata su vincoli societari *ad hoc* permettono di comprendere quali benefici si possono ottenere tramite l'utilizzo di forme di finanziamento *off-balance*. Lo scopo di separare gli esiti di un progetto o di un *pool* di *assets* stessi da quelli della, o delle, imprese che avvia l'operazione è raggiunto dal raccoglimento degli stessi in una struttura societaria *ad hoc*. La separazione ha duplici effetti benevoli: un progetto con cattive previsioni, anche in ipotesi di default, non inficia le performance e la sopravvivenza dell'impresa in considerazione del principio di responsabilità limitata degli azionisti riconosciuto dal nostro ordinamento giuridico. In considerazione del fatto che la bontà di un progetto, almeno in teoria, dovrebbe rimanere incolume da vicende societarie che possono preoccupare i propri azionisti. In quest'ottica, chi vanta crediti sull'iniziativa continua ad annoverare diritti su *asset* e flussi di cassa del progetto anche se gli azionisti della stessa vanno in *default*. Questa precisa distinzione tra

iniziativa e impresa veicolo fa sì che entrambe possano diverse stime sul merito di credito. Si può teorizzare la presenza, da un lato, di sponsor forti e iniziative deboli circoscritte in un veicolo; dall'altro, potrebbe esserci la presenza di sponsor con merito creditizio non altissimo, i quali riescono comunque a racchiudere in un veicolo societario un'iniziativa che, opportunamente rafforzata da strumenti di *credit enhancement*, possa ricevere una valutazione del merito di credito superiore a quella dei suoi promotori.

Tra i benefici delle operazioni strutturate, si può distinguere un primo elemento che si concretizza nel costo della provvista di nuove risorse finanziarie da destinare all'iniziativa. Strutturare l'iniziativa secondo gli schemi appena discussi può ravvisare un vantaggio per gli sponsor se nel confrontare gli esborsi legati alle forme di consolidamento del *credit enhancement* e i vantaggi relativi alla riduzione del costo di *funding*, i secondi sono maggiori. Altra condizione che può comportare un vantaggio dalla scissione tra iniziativa e azienda sponsor è la salvaguardia della flessibilità finanziaria inerente il veicolo societario. Il finanziamento è, infatti, erogato da un soggetto giuridico distinto e separato dallo sponsor che quindi non contagia le proprie linee di credito; questi sottopone al *pool* dei finanziatori un progetto opportunamente protetto per il quale propone una specifica combinazione di rendimento-rischio in relazione delle nuove linee di credito. Le precedenti non sono scalfite e tale modalità, di conseguenza, non crea effetti ulteriori neppure sul costo della provvista dello sponsor già esistente.

3.4.1.1 La cartolarizzazione dei crediti

Le operazioni di cartolarizzazione dei crediti avvengono “mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari”⁹¹ sia esistenti che futuri, le somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti sono destinate in via esclusiva, dalla società cessionaria, al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi, dalla stessa o da altra società, per finanziare l’acquisto di tali crediti, e al pagamento dei costi dell’operazione. Da tale definizione emerge che in un’operazione di cartolarizzazione di crediti sono identificati⁹²:

1. Il soggetto cedente (*originator*);
2. La società cessionaria e la società emittente titoli (società per la cartolarizzazione dei crediti, SCC), nel caso in cui l’emissione non sia realizzata dalla stessa cessionaria;
3. I soggetti che sono incaricati di curare l’emissione e il collocamento dei titoli (*arranger*);
4. I soggetti incaricati della riscossione dei crediti ceduti, nonché della gestione dei crediti in ritardo o in insolvenza e dei servizi di incasso (*servicer* e *subservicer*);
5. Gli altri soggetti che offrono servizi accessori quali quelli di conto corrente, su cui transitano i flussi dell’operazione, quello di liquidità, attraverso l’emissione di lettere di credito o di vere e proprie linee di liquidità, quello di gestione amministrativa della SCC e quello di rappresentanza dei sottoscrittori dei titoli obbligazionari. Nel caso in cui sia previsto dall’emissione, i soggetti che offrono gli strumenti per la copertura dei rischi (rischio di cambio e interesse) generati dall’eventuale discordanza tra i flussi dell’attività sottostante e quelli previsti per il servizio del debito e il rimborso del capitale dei titoli obbligazionari.

Per rendere chiaro lo schema di realizzazione di queste operazioni di finanza strutturata, è opportuno suddividere la dinamica dei flussi generati dall’operazione in fasi. Tale operazione può essere raffigurata come una cessione di crediti da parte di un’impresa, o altro soggetto, a una società veicolo. Il veicolo societario, la cui nascita è finalizzata alla

⁹¹ Definizione dalla Legge 30 aprile 1999, n. 130

⁹² Cfr. Troise G., *Come finanziare le PMI*, op. cit., p. 145

cessione, si finanzia tramite un prestito obbligazionario emesso nell'ambito del mercato finanziario internazionale. Dai crediti acquisiti dalla società veicolo dipende il rimborso a scadenza del servizio di prestito, oltre il servizio stesso, non avendo il veicolo societario alcun titolo a rivalersi in alcun modo nei confronti del primo cedente. Anche se, come descritta, l'operazione in sé sembra facile non è dal momento che per trovare collocamento sul mercato è sottoposta al *rating* delle principali agenzie, le quali devono attentamente stimare il portafoglio dei crediti cedibili. Proprio questa valutazione è un passaggio critico dell'operazione (i criteri variano a seconda della tipologia dei crediti). Dal procedimento di stima del rating, assegnato alle diverse tranches di crediti, dipende, infatti, il costo dell'operazione, che associato ai costi di strutturazione e a quelli di gestione, determina l'*all-in-cost* per l'*originator*.

3.4.1.2 Il *project finance*

Il *Project Finance*⁹³ è un finanziamento (ci soffermeremo sulla forma relativa all'emissione di titoli obbligazionari) non discende in via prioritaria dall'affidabilità e capacità di credito di chi ha intrapreso il progetto finanziandolo con mezzi propri né dal valore e dal volume degli *assets* che gli stessi sponsor mettono a disposizione dei finanziatori. Tale operazione dipende, invece, dalle capacità del progetto di rimborsare il debito contratto, permettendo una remunerazione del patrimonio investito in linea con il grado di rischio implicito nell'iniziativa. In altre parole, si può affermare che tale operazione corrisponde ad un finanziamento strutturato di un'unità economica specifica creata dagli sponsor con il conferimento di capitale in cui il finanziatore considera il flusso di cassa come la fonte del rimborso del prestito e gli *assets* solo come garanzia collaterale⁹⁴. Dunque, gli elementi identificativi⁹⁵ di un'operazione di *project finance* sono i seguenti:

⁹³ La sua normativa è prevista nel d. lgs. 50/2015

⁹⁴ Cfr. Troise G., *Come finanziare le PMI*, op. cit., p. 152

⁹⁵ Cfr. Caselli S., Gatti S., *La finanza strutturata in Italia: operazioni e best practice*, Bancaria Editrice, 2005, p. 65

1. Il debitore è un SPV indipendente economicamente e giuridicamente dagli sponsor.
2. I finanziatori godono solo di ricorso limitato (può anche non esserci) nei confronti degli sponsor in seguito al termine del progetto. Il coinvolgimento dei secondi nell'operazione subisce diverse limitazioni: nel tempo (di solito durante il periodo di costruzione fino allo *start up*); nell'ammontare (essendoci il caso di *equity injection* quando alcuni test economici-finanziari non siano soddisfatti); nella qualità (gestendo efficientemente l'impianto e garantendone certi livelli di performance)
3. I rischi del progetto sono spalmati coerentemente tra tutti i soggetti che partecipano all'operazione.
4. I flussi di cassa prodotti dall'iniziativa devono coprire le uscite per i pagamenti dei costi operativi e per il servizio del debito per capitale e interessi. Il *cash flow* viene utilizzato principalmente per coprirsi dai costi operativi e dal servizio del debito e solo in secondo luogo è impiegato per il pagamento dei dividendi degli sponsor.
5. Esistono garanzie reali emesse dagli sponsor ai finanziatori a presidio degli introiti e degli *assets* legati alla gestione del progetto.

Non bisogna, però, semplificare, la realtà nella maggior parte dei casi è molto diversa; le considerazioni e le valutazioni emesse dai finanziatori sono ben più approfondite e complesse della semplice certificazione di affidabilità degli sponsor e del progetto che essi avviano. Caratteristica principale per far sì che un progetto sia finanziato tramite tale operazione di finanza strutturata è che deve avere una bilanciata allocazione dei rischi tra i soggetti che ne hanno interesse, a prescindere dal settore industriale cui appartiene. Da parte di chi finanzia, inoltre, è indispensabile in queste operazioni un'analisi approfondita delle altre parti coinvolte: a partire dai fornitori, passando ai gestori, fino agli acquirenti e consumatori finali. I motivi per cui questo tipo di operazione è utilizzata risiedono nella circostanza che se un'iniziativa presenta un merito creditizio diverso da quello dell'originante, realizzare tale operazione isolandola in un veicolo societario permette di trarne vantaggio che non si potrebbero ricevere in altro modo. L'isolamento di un'iniziativa con cattive prospettive non influirebbe nelle performance e sulla sopravvivenza dell'impresa, a sua volta il fallimento dell'impresa non ha effetti sulle performance

dell'iniziativa e di conseguenza sulle ragioni creditorie di chi la finanzia. Questa prevalenza dell'iniziativa nei confronti del merito degli originanti comporta un'anticipata previsione dei rischi e le conseguenti coperture tramite forme di rafforzamento del credito (c.d. *credit enhancement*) di tipo contrattuale o assicurativo. Solo così si può aumentare il merito creditizio dell'iniziativa a livelli maggiori finanche dell'impresa stessa così da diminuire il costo di reperimento delle risorse che sarebbero destinate al *funding* e innalzare così la leva finanziaria.

Si può dire che il servirsi di strutture *off balance* per realizzare e finanziare le operazioni permette agli *sponsor* ricevere dei potenziali vantaggi, tra cui:

1. Diminuzione del costo del *funding* per gli originatori: quando il costo della strutturazione dell'iniziativa è minore del risparmio del costo del *funding* grazie al miglior merito creditizio realizzabile dall'iniziativa rispetto quello dello sponsor.
2. Conservazione della flessibilità finanziaria degli *sponsor*: se l'iniziativa ha grandi dimensioni la sua realizzazione inciderebbe le correnti linee di credito facendo crescere e limitando possibili future iniziative. Tramite un'operazione del genere ciò non avverrebbe. Il *funding* riguarda una struttura giuridica ad hoc con ricorso assente o, come già detto, limitato sugli sponsor
3. Benefici derivanti da assicurazioni dell'impresa in relazione ad esiti negativi sull'iniziativa: per quanto siano allocati e previsti i rischi di un'iniziativa, se il progetto fallisce l'impresa o le imprese sponsor sopravvivono comunque.

3.4.1.3 Le operazioni di *structured leasing*

Un'operazione di *structured leasing* è composta da un contratto di leasing finanziario che ha come *asset* sottostante un bene di eterogenea natura. Tale categoria non si presenta come un genere finanziario specifico ma tutt'al più una forma di leasing finanziario inerente ad una tipologia di beni dotati di una chiara fisionomia. La caratteristica di tale operazione prevede, quindi, la presenza di un susseguirsi di canoni nel corso della totale durata dell'operazione e di un prezzo di "riscatto" finale che ha la forma di una *option call* sull'*asset* sottostante. Come in ogni tipo di contratto di leasing, la struttura dei canoni può dipendere dalla presenza di un tasso fisso o variabile, della dimensione del primo canone e dell'indicizzazione a una specifica moneta. La presenza della *option call* finale fa sì che vi sia la possibilità per l'utilizzatore di associare all'operazione di leasing una successiva operazione di finanziamento in modo da sostenere l'uscita di cassa nel caso di acquisto finale. La sua definizione si sposa in modo significativo con la presenza di un bene sottostante se la sua dimensione è rilevante rispetto al soggetto utilizzatore, creando, nell'ipotesi di acquisto, trazioni sul versante finanziario ed economico e la conseguente necessità di gestire i rischi in funzione delle sue peculiarità. Di conseguenza questo tipo di operazione permette di:

1. Regolare le condizioni del contratto in funzione della struttura dei flussi economici e finanziari del locatore
2. Sviluppare vantaggi fiscali in relazione agli ammortamenti ed oneri finanziari connessi alla *funding policy* collegata all'acquisto dell'*asset*
3. Finanziare, nel caso, l'opzione di riscatto, a termine dell'operazione

Queste caratteristiche rendono questo contratto notevole flessibilità⁹⁶. Il locatore può, per questa peculiarità, strutturare come meglio preferisce l'operazione, con riferimento specifico alla struttura dei flussi di cassa nel corso del tempo e alla distribuzione dei vantaggi fiscali. Bisogna dire però che il vantaggio è acquisito nel caso di dimensioni particolarmente

⁹⁶ Cfr. Caselli S., Gatti S., *La finanza strutturata in Italia: operazioni e best practice*, op. cit., 2005, p. 113

rilevanti dell'*asset* e nel caso in cui il vantaggio fiscale è maggiore e più flessibile rispetto a quelli relativi a una fonte di debito. I beni che sono soliti essere sottostanti di tali operazioni sono: beni immobili di varia natura, impianti industriali, navi e aerei, aziende e marchi. La forma delle modalità organizzative e delle finalità dell'operazione dipende dalla natura e dal ruolo che il bene svolge dal punto di vista della natura merceologica e della natura giuridica. La loro sovrapposizione riesce a distinguere e delineare le possibili operazioni mettendone in luce la complessità e il livello di differenziazione. In questo modo si può provare a classificare alcune categorie di operazioni maggiormente ricorrenti sul mercato che permettere di carpire la specificità e gli obiettivi di ciascuna. Si possono, dunque formulare tre diverse categorie:

1. Le operazioni *standardized*: fondono la loro struttura di base sul ricorso alla leva finanziaria. Sia per sfruttarne i suoi effetti moltiplicativi sia per aumentare il numero dei partecipanti all'operazione. Tale schema è utilizzabile in qualsiasi contesto di mercato e dimensione dell'operazione. Giustifica il ricorso a finanziatori esterni all'operazione originale.
2. Le operazioni sintetiche (c.d. *synthetic leasing*): fonda la sua struttura sulla presenza di un SPV che si occupa dell'operazione. Dunque, il bene sottostante l'operazione è collocato all'interno del veicolo che ne diventa proprietario. Lo SPV, da una parte, si dedica all'organizzazione dell'operazione con il locatore, dall'altra, contribuisce all'acquisto del bene stesso. Questa particolare operazione è preferita quando è possibile ottenere un vantaggio fiscale dal paese in cui l'impresa veicolo ha sede.
3. Le operazioni di *asset management*: consiste nell'utilizzo del leasing come strumento di mobilitazione della ricchezza, costituita da *asset* che può essere oggetto di un'operazione di leasing, con lo scopo di creare valore tramite lo sfruttamento della leva fiscale. Alla base vi è la nozione di *lease back* come logica di una spinta del vantaggio fiscale creato dal leasing rispetto alla proprietà e quindi in relazione ad una creazione di ricchezza finanziaria sostenibile.

3.4.2 L'intervento del legislatore

3.4.2.1 I mini-bond

Oltre le operazioni che abbiamo analizzato precedentemente, negli ultimi anni le PMI hanno visto sviluppare nuovi canali di finanziamento che, precedentemente l'intervento del legislatore, non erano permesse per motivi legati a vincoli fiscali ed amministrativi⁹⁷. Nel contesto italiano, ad un livello macroeconomico, il mancato avvio delle riforme strutturali fino al 2011 ha amplificato gli effetti degli shock causati dalla crisi finanziarie della crisi dei debiti sovrani⁹⁸. La situazione era caratterizzata da una liquidità elevata e disponibile⁹⁹, ma l'interesse degli investitori non era più nei confronti dei titoli di Stato europei, che offrivano per la prima volta interessi minimi se non negativi¹⁰⁰, ma piuttosto verso nuove opportunità di investimento più remunerative sul versante *corporate*, dove si posizionano anche le emissioni di mini-bond. Considerando che un portafoglio di prestiti alle PMI era già riconosciuto da Basilea 2 "come meno rischioso rispetto ad un portafoglio di finanziamenti ad imprese di grandi dimensioni in relazione al fatto che il grado di *asset correlation* (e *default correlation*) è più basso nel primo che nel secondo caso"¹⁰¹. Questi studi matematico finanziari hanno aperto a nuovi scenari di investimento nelle PMI non quotate, che finora erano inesplorati in relazione ai rischi connessi alle asimmetrie informative di società poco trasparenti dal lato contabile e gestionale. Per favorire il superamento della crisi, il legislatore ha apportato delle innovazioni specialmente per le cambiali finanziarie a breve termine che per le obbligazioni di medio-lungo termine (c.d. mini-bond).

⁹⁷ Cfr. Paletta A., *MINIBOND, strumenti finanziari per le piccole e medie imprese*, Aracne editrice, 2015, p.26

⁹⁸ Cfr. Visco I., Intervento del Governatore della Banca d'Italia *Le imprese e il ruolo dell'azione pubblica oggi* al convegno *La storia dell'IRI e la grande impresa di oggi*, 2015

⁹⁹ Considerando la politica monetaria espansiva della BCE rappresentata dai *Quantitative Easing*

¹⁰⁰ Il primo caso si è verificato il 16 gennaio 2015 per i titoli di Stato della Repubblica Federale Elvetica che offrivano un rendimento del -0,055%. In Italia il 27 aprile 2015 i BTPI offrivano un rendimento del -0,16%.

¹⁰¹ Cfr. Morelli P., *Verso Basilea 3. Asset correlation e PMI: evidenze da stime su dati macro*, Working papers n. 6, ABI, 2012

3.4.2.1.1 Limiti della previgente disciplina

L'utilizzo di questi strumenti finanziari interessa tutte le PMI che hanno sempre avuto accesso ai canali tradizionali di finanziamento del credito bancario ma non a quelli regolamentati di capitali in considerazione dei limiti di tipo civilistico e fiscale connessi alla previgente disciplina. Dal punto di vista civilistico, in tema di società per azioni, l'art. 2412 del c.c. prevedeva stringenti limiti quantitativi all'emissione di obbligazioni: nello specifico, era previsto che le obbligazioni emesse non dovevano superare il doppio del capitale sociale. Della riserva legale e delle riserve disponibili (comma 1), tale limite poteva essere superato se i soggetti sottoscrittori le obbligazioni fossero stati investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale (comma 2) oppure se vi era la presenza di garanzia ipotecaria (comma 3), inoltre non vi erano limiti nemmeno nel caso in cui la società operava in mercati regolamentari dove venivano posizionati gli strumenti (comma 5). In tema di società a responsabilità limitata l'art. 2483 denominato "emissione di titoli di debito", introdotto con la riforma del diritto societario del 2003, stabiliva che se l'atto costitutivo lo prevedeva la società avrebbe potuto emettere titoli di debito (comma 1) e tali titoli potevano essere sottoscritti sola da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali (comma 2). Dal punto di vista fiscale esistevano due principali limitazioni, una inerente la società emittente, ed un'altra relativa ai sottoscrittori dei titoli obbligazionari. In relazione ad entrambi gli aspetti esisteva un duplice regime, costituito da una disciplina agevolata riguardante i cosiddetti "grandi emittenti" e da un'altra riguardante tutti gli altri tipi di emittenti in considerazione della deducibilità degli interessi passivi. Un ulteriore svantaggio derivante dalla normativa previgente era inoltre costituito dall'imposizione sostitutiva dello 0,25% che gli art. 15 e ss. del DPR 601/73 prevedevano esclusivamente per i finanziamenti a medio e lungo termine di matrice bancaria e non anche per l'emissione delle obbligazioni e di titoli similari, che scontavano, al contrario, un'imposizione indiretta ben più penalizzante. In sintesi, da un lato le imprese caratterizzate da una maggiore dimensione non andavano incontro a barriere quantitative di tipo civilistico e i loro titoli obbligazionari producevano interessi che, dal lato passivo, non incorrevano in punitivi limiti di deducibilità, e non subivano la penalizzazione della ritenuta per i sottoscrittori; dall'altro tutte le altre imprese, e quindi anche le PMI, subivano la

limitazione civilistica delle loro emissioni, gli interessi dei loro titoli incorrevano in più severi limiti di deducibilità e subivano la penalizzazione della ritenuta per i loro sottoscrittori¹⁰². Inoltre tale serie di normative, soprattutto quelle in ambito fiscale, scoraggiavano il ricorso delle PMI allo strumento obbligazionario in favore dei finanziamenti bancari che, al contrario, erano maggiormente incentivati: basti pensare all'imposta sostitutiva dello 0,25% prevista solo per i finanziamenti a medio e lungo termine bancari e al più favorevole regime di deducibilità degli interessi passivi pagati alle banche rispetto all' oneroso regime previsto per le emissioni obbligazionarie (L. 549/95).

3.4.2.1.2 Caratteristiche e funzioni

In seguito l'impulso di raccomandazioni¹⁰³ dell'UE in modo di agevolare le azioni volte alla crescita e sviluppo delle PMI, in Italia ha inizio il percorso tramite i Decreti Sviluppo¹⁰⁴ e proseguito fino alla conversione del Decreto Destinazione Italia¹⁰⁵ ha reso possibile una riforma di liberalizzazione volta a rimuovere gli ostacoli normativi all'accesso diretto al mercato dei capitali di debito da parte delle piccole e medie imprese non quotate. Il Decreto Sviluppo ha esteso la possibilità di emettere obbligazioni oltre il doppio del patrimonio netto a tutte le società non quotate. Si tratta di una novità molto rilevante poiché elimina il vincolo che impediva alle imprese non quotate di emettere obbligazioni per un ammontare sufficiente a finanziare progetti di sviluppo e crescita. Sono stati, inoltre introdotti una serie di benefici fiscali, con il preciso scopo di rendere meno onerosa l'emissione dal lato dell'emittente, e, in tal modo, incentivare gli investitori a sottoscrivere questo tipo di strumenti. Ora tocca comprendere quali siano il vantaggio che questa riforma ha apportato alle PMI. Il ricorso a tali strumenti consente un miglioramento nella gestione finanziaria

¹⁰² Cfr. Mercanti G., *Regime fiscale dei Minibond: ritenute, imposte sostitutive e deducibilità*, Relazione al convegno " Il finanziamento all'impresa tramite l'emissione di Minibond", Verona 26 Gennaio 2015 ed anche L. BUSANI, Titoli di debito di s.r.l. : il bilancio dei primi dieci anni, le Società, 12/2013, pagg. 1317 e ss.

¹⁰³ Vedi soprattutto COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE "Think small first: A Small Business Act for Europe", 30 Settembre 2008 e anche COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE " Un piano d'azione per migliorare l'accesso delle piccole e medie imprese ai finanziamenti" , 7 Dicembre 2011

¹⁰⁴ Art. 32, D.L. n.83/2012, convertito in Legge n. 134/2012; art 36, DL. N. 179/2012, convertito in Legge n. 221/2012

¹⁰⁵ Art. 12, D.L. n.145/2013, convertito in Legge n.9 del 21 febbraio 2014

delle imprese, legato ad una maggiore diversificazione del debito e, dunque, una notevole riduzione dei rischi connessi alla forte dipendenza dai canali bancari. I minibond, essendo caratterizzati da un termine medio-lungo, consentono un'estensione della durata media delle fonti di approvvigionamento delle imprese. Tale prolungamento genera una maggiore coesione tra la scadenza media dell'attivo patrimoniale e la durata media del passivo, con un globale perfezionamento degli indici di bilancio che misurano la coerenza tra la liquidità degli investimenti e il grado di esigibilità delle fonti di finanziamento. Complessivamente, i minibond permettono all'impresa stabilità del credito per periodi medio-lunghi, senza dover incappare nel rischio di richieste anticipate di rientro dalle linee di prestito. Tale evoluzione normativa che porta lo sviluppo degli equilibri patrimoniali e finanziari d'impresa si traduce in una più confacente valutazione del merito creditizio aziendale da parte del sistema bancario. Infatti gli elementi pocanzi nominati, nello specifico gli indici di liquidità e di struttura finanziaria, sono importanti ai fini della valutazione del bilancio aziendale nell'ambito dei modelli di rating interni delle banche affrontati nel primo capitolo. Il ricorso ai minibond consente alle imprese di mostrarsi maggiormente affidabili verso il sistema bancario, con un possibile miglioramento del giudizio di rating attribuito e un aumento delle potenzialità di ingresso ai canali bancari, a prezzi più contenuti. Bisogna aggiungere che l'apertura dei mercati finanziari, attraverso l'emissione di minibond, comporta dei cambiamenti anche a livello organizzativo e gestionale da parte dell'impresa. Prima di tutto un aumento delle procedure che migliorano la trasparenza nei confronti degli investitori: è necessario accrescere la *disclosure* sia dei bilanci che sui progetti che si vogliono finanziare e sui risultati che si vogliono ottenere. Infatti, i minibond sono caratterizzati da un'elevata illiquidità che conduce all'esigenza di un'approfondita attività di *due diligence* sulla PMI da finanziare da parte degli investitori. La *due diligence* presuppone una forte interazione con la stessa, in modo tale da valutare articolatamente la PMI tenendo conto del settore, del posizionamento competitivo, della *corporate governance*, della strategia che adopera e degli equilibri economico-patrimoniali. Inoltre, è opportuno misurare con attenzione i costi relativi all'analisi di fattibilità dell'operazione e gestione dell'emissione. Ai costi fissi relativi al pagamento dei soggetti coinvolti si dovranno aggiungere i costi dell'eventuale quotazione sui mercati regolamentati. A tal proposito bisogna tener conto di un altro trattamento di favore del legislatore nei confronti

delle PMI, in quanto sono previsti oneri relativamente economici per le tariffe legate alla quotazione (c.d. *listing fees*) sulla sezione di mercato ExtraMOT PRO che rappresenta il mercato appositamente attivato da Borsa Italiana per queste emissioni.

3.4.2.2 I Piani Individuali di Risparmi (c.d. PIR)

I Piani Individuali di Risparmio (PIR)¹⁰⁶ sono stati creati come forma di investimento a medio termine, capace di veicolare i risparmi verso le imprese italiane, e in particolare verso le piccole e medie imprese. Agiscono come incubatori di strumenti finanziari e liquidità nei quali le persone fisiche possono investire, nel rispetto di determinate condizioni beneficiando di vantaggi fiscali. Le Società di Gestione del Risparmio (SGR), soggetti giuridici predisposti per le loro caratteristiche alla proposta e gestione di tali *cluster* di strumenti finanziari, hanno reagito con molto entusiasmo all'introduzione dei PIR, in quanto per la prima volta, per legge, possono proporre ai propri clienti un investimento privo di qualsiasi forma di tassazione, ovviamente nel rispetto dei particolari vincoli. La necessità di introdurre un notevole incentivo fiscale che conduca il risparmio delle persone fisiche, quindi delle famiglie italiane, in investimenti che abbiano le caratteristiche di stabilità e durata è il presupposto alla base della promulgazione di questo intervento legislativo che permette, in sostanza, la crescita dell'intero sistema imprenditoriale nazionale¹⁰⁷. Ne deriva che l'obiettivo è cercare di concentrare il risparmio delle famiglie verso imprese di dimensione ridotta, quali sono le PMI. Le SGR, cui si affiancano le imprese assicurative, hanno il preciso scopo di indirizzare il risparmio delle persone fisiche in strumenti finanziari che prima non erano considerati da queste ultime. La conseguenza è che si attua una sorta di diversificazione che assolve all'esigenza di mantenere il rischio dei portafogli soliti detenuti dalle famiglie ad un livello che maggiormente si adatta alle loro esigenze, evitando un'eccessiva esposizione tramite l'utilizzo di qualsiasi tipo di strumento finanziario. Ovviamente sono previsti vincoli che mantengano le prerogative in modo di permettere il raggiungimento degli obiettivi prefissati. Il legislatore, con lo scopo di bilanciare gli

¹⁰⁶ introdotti con la Legge di Bilancio 2017, Legge 11 dicembre 2016, n. 232

¹⁰⁷Cfr. Relazione e commento alla Legge di Bilancio 2017, Legge 11 dicembre 2016, n. 232

obiettivi di politica economica e al contempo quelli conformi al ruolo di garante a tutela del risparmio, assoggetta l'incentivo fiscale alla creazione di un contenitore (c.d. *cluster*) in grado di raggruppare tutti gli strumenti finanziari esistenti sul mercato *retail*, purché il possesso abbia vincoli di durata e relativi alla sua composizione. Su quest'ultima, è previsto che almeno una porzione sia destinato alle imprese aventi sede operativa e legale in Italia, purché esse non siano rilevanti ai fini del FTSE MIB, per cui, di desume, caratterizzate da dimensione ridotta. Da questi vincoli inerenti la composizione del portafoglio si denota il principale obiettivo di voler indurre gli investimenti delle famiglie italiane in PMI italiane. In un'ottica più grande, si può osservare come il legislatore abbia voluto incanalare il risparmio delle famiglie nei confronti delle PMI per condurle ad un sistema del credito più bilanciato, andando in contro alle esigenze che riguardano i limiti di approvvigionamento di queste imprese discussi nei capitoli precedenti. L'apertura a questo mercato dei capitali condurrà a benefici su due fronti: nei confronti della singola impresa (livello micro), e apportando un miglioramento in termini di solidità, operatività ed occupazione nei confronti dell'intero sistema economico (livello macro). Ai vincoli¹⁰⁸ di durata (minimo 5 anni), di composizione del *pool* di strumenti e di residenza dell'impresa, se ne aggiunge un altro di tipo quantitativo: Ogni singolo PIR, che dev'essere mantenuto almeno 5 anni, non può superare i 30mila euro di investimento annui. E un singolo investitore non può superare i 150mila euro di investimento in piani individuali di risparmio. In cambio l'investitore otterrà un abbattimento di tutto il carico fiscale. Si noti come questa struttura normativa faccia sì che a ricevere maggiori finanziamenti siano le micro-imprese, mentre altri fondi che stanno "rompendo" il mercato, come vedremo in seguito, si riferiscano alle PMI di dimensione poco più elevata, denotando così un ottimo intervento del legislatore che è riuscito ad andare incontro alle esigenze di tutti i soggetti che partecipano al mercato.

¹⁰⁸ Cfr art. 1 della Legge 11 dicembre 2016, n. 232

3.5 L'evoluzione del mercato e i fondi di *private debt*

A causa della recente apertura (attraverso i Decreti c.d. “Crescita” e “Destinazione Italia”) della possibilità di finanziarsi al di fuori del canale bancario da parte delle PMI, in Italia hanno iniziato a diffondersi e svilupparsi determinati fondi c.d. *private debt fund*, già presenti sui mercati stranieri. Tali fondi¹⁰⁹ strutturano un prodotto su misura delle esigenze delle PMI (durata, garanzie, profilo di ammortamento, costo) svolgono attività di *due diligence* (contabile, fiscale e di business) e supportano la crescita ed il ricambio dell'azionariato. Questi fondi si affiancano ai già presenti c.d. *private equity* che sono caratterizzati dalla sottoscrizione di minibond secondo una procedura standardizzata (durata intorno ai 7 anni, garanzie ridotte, ammortamento *bullet*), questi non effettuano alcuna, se non minima, *due diligence*, si basano eccessivamente sulle società di rating esterno per la valutazione del merito creditizio e utilizzano i loro fondi per rifinanziare il debito bancario. Negli ultimi anni, questi particolari fondi hanno scalzato la leadership delle banche in merito ai finanziatori che investono in mini-bond¹¹⁰ raggiungendo quasi la metà degli investitori totali. Le differenze che vi sono tra i fondi di *private debt* e le banche riguardano diversi profili, il principale concerne i diversi *business model*¹¹¹:

1. La banca è presente con più filiali sul territorio e molto personale a differenza dei fondi hanno un solo ufficio con poche persone.
2. Il portafoglio di una banca è di elevate dimensioni e molto diversificato, il fondo, al contrario, gestisce un portafoglio molto più piccolo e maggiormente concentrato.
3. La banca offre vari prodotti per diverse scadenze, il fondo generalmente solo uno con scadenza di medio-lungo termine

¹⁰⁹Cfr. Ippolito R., Germani A, D'Ugo A., Cagnoni D., *Private equity e private debt per le pmi italiane*, Gruppo 24 ore, Milano 2017, p.17

¹¹⁰ fonte <http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/>

¹¹¹Cfr. Ippolito R., Germani A, D'Ugo A., Cagnoni D., *Op. Cit.*, pp.18-19

Vi sono, dunque, diversi approcci nelle fasi di un finanziamento tra la banca ed il fondo di *private debt*. Nello specifico:

1. L'analisi di un fondo è concentrata molto sul *business plan* e sulle proiezioni economico-finanziarie, quella della banca (e tutti i fondi predisposti alla sottoscrizione di minibond) sui bilanci storici e sull'eventuale rating effettuato dalla banca o da un'agenzia predisposta.
2. La documentazione legale che viene utilizzata per un finanziamento bancario è nella prassi breve e standardizzata, mentre quella di un fondo si compone di vari documenti¹¹² complessi (in relazione alla strutturazione modulare dell'operazione tenuto conto delle esigenze del cliente).
3. Il monitoraggio delle operazioni di *private debt* sono assistite da accordi che mirano a tutelare questi ultimi dai possibili danni derivanti da una gestione eccessivamente rischiosa dei finanziamenti concessi (c.d. *covenant*). Inoltre il fondo ha un rapporto più diretto con la società rispetto alla banca, anche se il monitoraggio, in relazione agli strumenti a disposizione di quest'ultima, è più continuo.
4. La gestione dei crediti problematici affrontata dalla banca ha funzioni in relazione della durata dei crediti concessi. Lo scopo è quello di limitare le perdite sugli stessi e non entrare nel capitale aziendale (tramite la conversione del credito in capitale). Differentemente, il fondo, in considerazione della durata prestabilita, non ha lo stesso tempo per attendere un recupero del credito, la stessa tende a reagire in maniera più rapida alla *under performance* tramite una gestione più attiva dei *covenant* finanziari, delle cessioni del credito a terzi ed una più probabile conversione in capitale di rischio del proprio credito.

Da queste diverse peculiarità si può comprendere come la crescita di questi fondi sul mercato italiano abbia favorito lo sviluppo e il posizionamento dei minibond e la relativa sottoscrizione di questi ultimi da parte di nuovi soggetti. In modo tale da aumentare la

¹¹²Cfr. Ippolito R., Germani A, D'Ugo A., Cagnoni D., *Private equity e private debt per le pmi italiane*, op. cit., p.72

redditività delle PMI ed un aumento dal punto di vista operativo per potersi adattare alle esigenze portata dalla trasformazione del mercato.

3.6 Relazione tra mini-bond e aumento dei fondi di *private debt*

Da quando i mini-bond sono stati introdotti come strumento alternativo al canale bancario, come possiamo vedere dalla figura, il loro utilizzo è aumentato anno dopo anno e le stime future sono in linea con i dati passati¹¹³.

Figura 4: Andamento volume mini-bond emessi

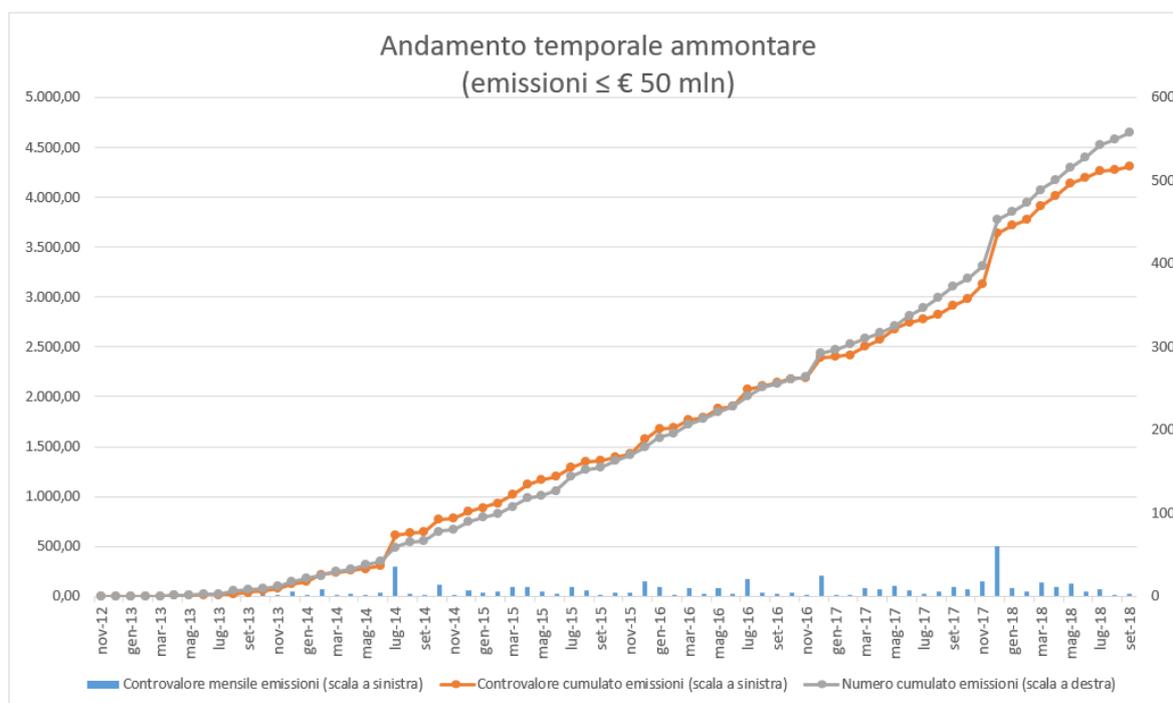


Fig. :Fonte: Osservatorio crowdfunding, POLIMI 2018

Dal grafico possiamo notare che in partenza stentavano a decollare dal momento che gli investitori istituzionali non erano in grado di gestire al meglio questo tipo di strumento

¹¹³ Osservatorio Mini-bond, 4° Report italiano, a cura del Politecnico di Milano, 2018

finanziario. Il motivo risiede nell'incongruenza tra le caratteristiche dei questi ultimi e le peculiarità delle obbligazioni. Quindi l'esigenza dell'incontro tra domanda e offerta ha fatto sì che si sviluppasse questi nuovi fondi. La 'liberalizzazione' del mercato dei mini-bond ha determinato l'arrivo sulla scena di un soggetto relativamente nuovo per il contesto italiano, ovvero il fondo di *private debt*. Per il funzionamento efficiente del mercato del capitale non basta che ci siano imprese desiderose di raccogliere finanziamenti per sostenere gli investimenti futuri, ma è necessario che ci siano anche investitori interessati a sottoscrivere i titoli. Rispetto ai mini-bond, il tema della 'domanda' dei titoli si è posto fin da subito. Era ben chiaro che questa nuova 'asset class' costituita da obbligazioni poco liquide, per controvalori di emissione relativamente basse, collocate da imprese sconosciute al mercato, difficilmente potesse attirare l'attenzione degli investitori 'tradizionali'. Vi erano poi vincoli intrinseci da superare, quali l'impossibilità di collocare i mini-bond presso investitori retail. Le strade quindi erano essenzialmente due: da una parte favorire le operazioni di 'cartolarizzazione' per raggiungere tagli di emissione sufficientemente elevati e quindi di interesse per i grandi gestori ('impacchettando' i mini-bond di piccole taglie per creare *asset backed securities*), dall'altra stimolare la nascita di fondi chiusi specializzati nell'investimento in mini-bond. Ecco quindi che accanto al mondo dei fondi di 'private equity' si è un parallelo contesto dei fondi di *private debt*. In Italia, il primo censimento¹¹⁴ di questi fondi, che corrisponde all'anno in cui sono diventati realmente operativi, è avvenuto nel 2014. A quest'anno corrisponde il primo vero incremento di sottoscrizioni di tali strumenti. Si consideri che in un solo anno la percentuale di mini-bond sottoscritti dai fondi di *private debt* raggiungeva il 35,8%, seguiti dalle Banche al 14,9%¹¹⁵. Queste percentuali si sono mantenute per i successivi anni fino ad una piccola diminuzione nell'ultimo periodo analizzato. Di pari passo allo sviluppo e crescita di questi strumenti finanziari e nuovi attori di mercato, crescono anche le PMI. Secondo l'ultimo rapporto Cerved. Il miglioramento dei conti economici delle PMI, che dura dal 2012, ha acquisito negli ultimi anni maggiore slancio. Nel 2017 la dinamica congiunturale ha evidenziato un'accelerazione e le PMI ne hanno beneficiato in misura maggiore rispetto alle grandi imprese: i ricavi sono aumentati a tassi più che doppi rispetto a quelli dell'anno precedente

¹¹⁴ <https://www.borsaitaliana.it/pro-link/studiericerche/reportminibondosservatoriopolitecnico.pdf>

¹¹⁵ Osservatorio Mini-bond, 1° *Report italiano*, a cura del Politecnico di Milano, 2015

(+5,3%), con risultati particolarmente brillanti per le PMI che operano nei settori industriali (+5,7%). Ha ulteriormente accelerato anche la dinamica del valore aggiunto, che è cresciuto del 4,5% tra 2017 e 2016. Nonostante l'aumento dei costi per il personale (+5%), è proseguito il recupero della redditività lorda, aumentata del +3,6% rispetto all'anno precedente. La generazione di cassa è a livelli eccellenti, con il cashflow oltre i livelli pre-crisi.

Conclusioni

Questa tesi ha potuto far comprendere come le scelte adottate nel continente europeo abbiano avuto delle ripercussioni nei confronti degli operatori più deboli, i quali, data la loro instabilità strutturale enfatizzata durante i periodi di crisi, hanno avuto difficoltà nell'adottare i nuovi regolamenti. Nello specifico, si è evidenziato come l'approccio *one-size-fits-all* è inadatto per il recepimento degli Accordi di Basilea, poiché invece di indurre ad un livellamento normativo (c.d. *level playing field*) ha condotto alla situazione opposta. Nel corso degli anni le distorsioni sono aumentate e ciò ha determinato un vantaggio per le grandi banche, le quali, per loro struttura, sono più idonee ad affrontare periodi critici. Siccome il procedimento normativo è in continuo divenire, le prospettive di un cambiamento ci sono; in futuro, sarebbe più adeguato applicare un approccio più proporzionale (c.d. *tiered*) seguendo l'esperienza americana anche se queste richieste sono reiteratamente non ascoltate dalle autorità predisposte alla loro applicazione (vedi Basilea 4). Si è potuto notare come la conseguenza di queste decisioni abbia condotto all'esclusione dal mercato di istituti di fondamentale rilevanza funzionale. È il caso delle banche popolari e di credito cooperativo, le quali hanno perso quel carattere distintivo che le permetteva un vantaggio comparato nei confronti dei grandi istituti, le riforme, si è visto, hanno eliminato il carattere territoriale tramite il raggruppamento in grandi gruppi, come se il legislatore, invece di tutelare questa caratteristica, abbia preferito conformarle all'ideale di banca voluto dalle istituzioni europee. Tale decisione ha alimentato sempre di più il fenomeno del *credit crunch*, prima causa della crisi che ha colpito le PMI. A livello micro, sono infatti loro ad aver maggiormente subito le conseguenze delle decisioni in ambito di applicazione delle regole di Basilea. La risposta delle imprese, del legislatore e del mercato, seppur un po' in ritardo, non è mancata. All'evoluzione del mercato in relazione ai nuovi set di regole sono stati utilizzati nuovi metodi di finanza strutturata da parte delle imprese, sono stati introdotti e regolamentati nuovi strumenti finanziari da parte del legislatore e sono entrati nuovi soggetti nel mercato che hanno saputo cogliere l'occasione di questi nuovi segmenti di mercato che un tempo non erano sfruttati; l'obiettivo di fondo era eliminare la dipendenza delle PMI dal canale di credito bancario. Negl'ultimi anni la collaborazione dei soggetti nominati pocanzi ha avuto i suoi effetti, seppur il canale bancario assume un ruolo rilevante, le PMI hanno visto aumentare le fonti di approvvigionamento alternative e le previsioni sono conformi a questo fenomeno.

Bibliografia

- Albareto G. e Finaldi Russo P., *Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi*, Banca d'Italia, occasional papers, 2012
- Barbagallo C., Intervento al *Seminario istituzionale sulle tematiche relative alla riforma del settore delle banche di credito cooperativo*, 15 ottobre 2015; *Audizione parlamentare* tenuta nell'*Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano*, Camera dei Deputati, 9 dicembre 2015
- Berk J., DeMarzo P., *Finanza Aziendale 1*, Terza edizione, 2015
- Bülbül D., Schmidt R.H., Schüwer, *Savings Banks and Cooperative Banks in Europe*, White Paper Series no. 5, 2013
- Capriglione F., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Wolters Kluwer, CEDAM, 2015; Capriglione F., *L'autoriforma delle banche di credito cooperativo. Una svolta decisiva nella morfologia del sistema bancario italiano*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 4/2015; Capriglione F., *Per un nuovo "trade off" tra localismo e stabilità*, in *Rivista Trimestrale di diritto dell'economia*, 3/2018
- Caroleo A., *Le banche cattoliche dalla prima guerra mondiale al fascismo*, I fatti e le idee, Milano, 1976
- Caselli S., Gatti S., *La finanza strutturata in Italia: operazioni e best practice*, Bancaria Editrice, 2005
- Claessens S., Pozsar Z., Ratnovski L. e Singh M., *Shadow Banking: Economics and Policy*, Fondo Internazionale Monetario, 2012
- Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria, *Basilea 3 – Il Liquidity Coverage Ratio e gli strumenti di monitoraggio del rischio di liquidità*, gennaio 2013
- Commissione Europea, *"2013 Small Business Act Fact Sheet, Italy"*, 2013; MEMO/13/272, 21 Marzo 2013
- D'Adda C., *Le banche popolari oggi: profili istituzionali fra tradizione e innovazione*, in AA. VV., *Le banche popolari cooperative. Profili italiani ed europei*, FrancoAngeli, 2010
- Danielsson J., Shin H.S. e Zigrand JP, *Endogenous and Systemic Risk*, Agosto 2011
- de Larosière J., *The trade-off between bank regulation and economic growth*, "Central Banking Journal", 28 febbraio 2013

- Diamond D.W., *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, "The Review of Economic Studies", 1984
- Di Brina L., Intervento, in AA. VV., L'autoriforma delle banche di credito cooperativo, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 4/2015
- Fondo Monetario Internazionale, *Global Financial Stability Report*, Washington, 2012
- Ippolito R., Germani A., D'Ugo A., Cagnoni D., *Private equity e private debt per le pmi italiane*, Gruppo 24 ore, Milano 2017
- Kurz M., *Endogenous Economic Fluctuations: Studies in the Theory of Rational Belief*, *Studies in Economic Theory*, 6, Springer, 2013
- Lang W., Nakamura L., "Flight to quality" in banking and economic activity, in *Journal of Monetary Economics*, 1995
- Masera R., *Does one size fit all?*, AREL, 2014; *Banche di prossimità problemi e prospettive al di qua e al di là dell'Atlantico*, "Rivista trimestrale di diritto dell'Economia", 3/2018
- Masera R., Capriglione F., Bank Corporate Governance: A new paradigm, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2016
- Masera R., Mazzoni G., *On the Non-Neutrality of the Financing Policy and the Capital Regulation of Banking Firms*, Working paper, 2014
- Merton R.C., *On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates*, *The Journal of Finance*, 05/1974
- Miller H.M., *Do the M&M propositions apply to banks?*, *Journal of Banking & Finance*, 06/1995
- Montalenti P., *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Rivista delle Società*, 2007
- Montedoro G., *Riforma delle banche popolari e profili costituzionali della cooperazione di credito*, in AA. VV., *La riforma delle banche popolari*
- Morelli P., *Verso Basilea 3. Asset correlation e PMI: evidenze da stime su dati macro*, Working papers n. 6, ABI, 2012
- Onida F., *Se il piccolo non cresce. Piccole e medie imprese italiane in affanno*, Il Mulino, 2004
- OPPO, *Intervento nel Convegno di studio organizzato dalla Banca di credito cooperativo "Cambiano"*, in AA. VV. *Le banche cooperative e il nuovo diritto societario*
- Pagani E., *La riforma del credito cooperativo in prospettiva comparata*, in *Banca Impresa Società*, 2, 2016
- Paletta A., *MINIBOND, strumenti finanziari per le piccole e medie imprese*, Aracne editrice, 2015
- Pavarani E., Tagliavini G., *La pianificazione finanziaria*, McGraw-Hill, Milano 2006

- Pellegrini M., *La funzione delle BCC in un mercato in trasformazione. Ipotesi di riforma e specificità operativa*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 4/2015; Pellegrini M., *L'ipotesi di gruppi Macroregionali e la conservazione del localismo bancario*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 3/2018
- Presti G., *Il governo delle banche popolari e di credito cooperativo*, in *Le Banche cooperative. Funzione Economica e forme giuridiche*, Milano, 1999
- Resti A. e Sironi A., *Rischio e valore nelle banche*, Egea 2010
- Rossano D., *Modelli di integrazione alternativi ai gruppi bancari cooperativi*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 4/2018
- Sabbatelli I., *L'autoriforma delle banche di credito cooperativo*, in AA.VV. *La riforma delle banche popolari*, Wolters Kluwer, CEDAM, 2015; Sabbatelli I., *BCC: Requisiti degli esponenti aziendali e principio di proporzionalità*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 3/2018
- Sepe M., *Il gruppo bancario cooperativo: tra autoriforma e neodigirismo, una nuova dimensione del credito cooperativo?*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 4/2015
- Schich S., *Implicit Bank Debt Guarantees: Costs, Benefits and Risks*, *Journal of Economic Surveys*, 12/2018
- Stefancic M., *Cooperative Credit Network: Advantages and Challenges in Italian Cooperative Credit Banks*, 2011
- Tarullo D.K., *Rethinking the Aims of Prudential Regulation*, "Northwestern Financial Review", 2014
- Troise G., *Come finanziare le PMI*, Wolters Kluwer, 2014
- Visco I., *Intervento del Governatore della Banca d'Italia Le imprese e il ruolo dell'azione pubblica oggi* al convegno *La storia dell'IRI e la grande impresa di oggi*, 2015; Visco I., *Intervento alla Giornata Mondiale del Risparmio del 2015*

Sitografia

- https://ec.europa.eu/info/system/files/de_larosiere_report_en.pdf
- <https://www.backgrounditalia.it/ecms/wallstreetreform-cpa.pdf>
- <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/bankingunion/html/index.en.html>
- https://ec.europa.eu/info/publications/capital-requirements-directive-crd-iv-transposition-status_en
- https://ec.europa.eu/info/system/files/liikanen-report-02102012_en.pdf
- https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Statistics_on_small_and_medium-sized_enterprises
- http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/599385/EPRS_BRI%282017%29599385_EN.pdf
- www.bancaditali.it/vigilanza/avvisi/elenco/Amm_straord.pdf
- www.ilsole24ore.com/art/notizie/2016-01-26/riforma-bcc-il-decreto-063522
- https://www.corriere.it/economia/16_gennaio_11/banche-tutte-novita-le-cooperative-ecco-cosa-cambia-5b8b9134-b82c-11e5-8210-122afbd965bb.shtml?refresh_ce-cp
- <https://www.bancaditalia.it/publicazioni/interventi-vari/int-var-2015/Barbagallo-151015.pdf>
- <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2016/2/15/16G00025/sg>
- <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2018/07/25/18G00118/sg>
- https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2889216
- http://www.creditocooperativo.it/news/dettaglio_news.asp?hNewsID=122776&i_menuID=35308
- <https://www.ssrn.com/abstract=1831078>
- http://www.academia.edu/37035363/Vladimiro_Giacch%C3%A9_La_riforma_del_credito_cooperativo_riflessioni_e_valutazione_di_scenari_alternativi_Bolzano_5_luglio_2018_testo_con_grafici
- <https://safe-frankfurt.de/>
- <http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/>
- <https://www.borsaitaliana.it/pro-link/studiericerche/reportminibondosservatoriopolitecnico.pdf>

1 Gli Accordi di Basilea e la loro applicazione

La regolamentazione conosciuta come Basilea 1, è stata formulata e adottata nel 1988 dal Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria (CBVB). Esso fornisce una sede per la cooperazione in materia di vigilanza bancaria. Il suo mandato consiste nel rafforzare la regolamentazione, la vigilanza e le prassi bancarie a livello mondiale allo scopo di accrescere la stabilità finanziaria. Tutte le sue decisioni emanate (linee guida, *best practice* e standard) non sono giuridicamente vincolanti. Infatti per adempiere il proprio mandato il CBVB fa affidamento sugli impegni presi dai singoli membri. La stesura di questi accordi nasce prevalentemente per rispondere alla necessità di uno schema normativo uniforme in tema di adeguatezza patrimoniale delle banche, con l'obiettivo di rafforzare la solidità e stabilità del sistema bancario. Questi due propositi sono stati perseguiti tramite l'imposizione di coefficienti patrimoniali ponderati per il rischio, i quali hanno favorito condizioni di solvibilità delle banche e limitato l'assunzione di rischio da parte delle stesse. L'adozione di tali rapporti di capitalizzazione uniformi ha consentito il superamento delle distorsioni competitive e favorito la creazione di un "*international level playing field*". Tale requisito patrimoniale aveva il compito di tutelare i depositanti da eventuali variazioni di valore dei prestiti, con la conseguente eventualità che la banca non fosse in grado di adempiere alle proprie obbligazioni. D'altro canto che ciò avvenga è meno probabile dal momento in cui la banca disponga di un sufficiente capitale proprio. Il grado di stabilità della singola banca avrebbe infuso maggior stabilità nell'intero sistema bancario internazionale

Gli obiettivi prefissati non sono, però, stati raggiunti appieno dalla diffusione e applicazione degli standard di Basilea 1. Numerosi studi empirici successivi alla sua adozione hanno evidenziato la sua incapacità di ridurre il rischio del sistema bancario. I limiti sono stati i seguenti: Esclusione del rischio di mercato, la scarsa differenziazione del rischio di credito, la vita residua del prestito, che rappresenta uno dei fattori determinanti il rischio di controparte, viene considerata solo incidentalmente, non viene considerato il "rischio operativo" associato all'attività bancaria, non si tiene conto del grado di diversificazione dell'attivo bancario. In risposta a questi problemi sembrava evidente giungere ad una revisione di tale regolamentazione.

Alla luce di quanto enunciato nel precedente paragrafo, il CBVB iniziò il lavoro di revisione nel 1999 e l'accordo, cd Basilea 2, viene diffuso nella sua versione definitiva nel 2006. Le criticità che si pone di superare Basilea 2, analizzate nel precedente paragrafo, hanno portato alla definizione di un nuovo sistema integrato di regolamentazione fondato su tre "pilastri" (*pillars*): 1) requisiti patrimoniali; 2) controllo prudenziale; 3) disciplina di mercato.

Tramite il primo di questi pilastri i meccanismi di calcolo del capitale minimo (patrimonio di vigilanza) tengono conto non solo del rischio di credito associato alla tradizionale attività di intermediazione creditizia delle banche, ma anche del rischio di mercato scaturente dall'attività di

investimento diretto in titoli da parte delle banche, nonché del rischio operativo derivante da eventi inattesi che colpiscono l'intera organizzazione bancaria, quali furti, calamità naturali, ecc. Per quanto riguarda il rischio di credito, è stato aggiunto un nuovo strumento per la considerazione di elementi soggettivi: il *rating*. Nello specifico, vi sono tre distinte metodologie per il calcolo del rischio: 1) metodo standard; 2) metodo *Internal Rating Based* di base (*IRB Foundation*); 3) metodo *Internal Rating Based* avanzato (*IRB Advanced*).

Poiché i requisiti patrimoniali non soddisfano del tutto gli obiettivi di vigilanza prudenziale, vengono inseriti quattro principi fondamentali che rappresentano il secondo pilastro: 1) Controllo prudenziale dell'adeguatezza patrimoniale: la banca, con riferimento al lungo periodo, deve continuamente valutare l'adeguatezza di tali requisiti tramite procedure interne; 2) Vigilanza: è compito delle Autorità di Vigilanza monitorare il rispetto dei requisiti patrimoniali e delle procedure di cui al punto 1), con la possibilità di intraprendere apposite misure di sicurezza quando necessarie; 3) Prudenzialità: secondo questo principio, le Autorità di Vigilanza devono fare in modo di coprire altri rischi non presenti nel primo pilastro, tramite l'implemento del patrimonio minimo superiore a quello normalmente previsto; 4) Vigilanza preventiva: secondo cui è concesso alle Autorità di Vigilanza di intervenire quando il patrimonio della banca scende al di sotto del minimo previsto, pretendendo l'adozione da parte della stessa di idonee misure correttive in grado di ripristinare l'adeguatezza patrimoniale.

Il terzo pilastro di Basilea II si basa sull'assunto secondo cui mercati efficienti e correttamente informati sulla situazione della banca incidano sui comportamenti in modo da evitare assunzione di rischi elevati. Sono previsti, appunto, obblighi informativi da parte delle banche su diversi argomenti.

Il processo di recepimento del set di regole cd Basilea 2 ha avuto, però, delle difficoltà. L'*iter* normativo ha ricevuto ulteriori rallentamenti causati dal propagarsi della crisi finanziaria scoppiata nell'autunno del 2007. I punti nodali per comprendere la genesi della crisi finanziaria internazionale vanno ricercati in:

- Tassi di interesse applicati alle imprese molto bassi;
- Crescita economica sostenuta (caratteristico il caso delle "tigri asiatiche");
- Tassi di insolvenza di obbligazioni e prestiti bancari ai minimi storici;
- Spread creditizi (tassi sui prestiti/tasso risk free) a livelli ridotti;

Il contesto macroeconomico cambiò: il prezzo delle materie prime crebbe, di conseguenza il crescere dell'inflazione fece sorgere la necessità di politiche monetarie restrittive, e l'impatto

dell'aumento dei tassi d'interesse ebbe un impatto negativo sul mercato immobiliare facendo diminuire il valore dei prezzi di quest'ultimo. Tutto ciò creò una situazione paradossale in cui il debito era superiore al valore degli immobili; questo fenomeno (cd negative equity) portò alla diffusione del strategic default (gli individui smisero di pagare per i mutui per convenienza economica). La crisi ha messo in evidenza le lacune del nuovo set di regole di Basilea 2, che, nonostante abbiano corretto e migliorato i precedenti accordi, non era più adatto per tale scenario.

il CBVB inizia un processo di revisione delle norme prudenziali Basilea 2 che termina nel dicembre del 2010. Viene, infatti, pubblicato un nuovo set di regole, cd Basilea 3, con il preciso obiettivo di aumentare la resilienza dei mercati finanziari. Le direttive CRR/CRD IV (*Capital Requirements Regulations and Directives*), recepite come attuazione dei presupposti di Basilea 3 hanno lo scopo di superare diversi limiti:

- La qualità ed il livello del capitale: esso era composto da troppi strumenti ibridi di capitale. Questi titoli non erano adeguati e utili per assorbire perdite delle banche.
- Il grado di leva finanziaria divenne eccessivamente elevato in molti sistemi bancari.
- Le questioni relative alla gestione della liquidità e le eccessive trasformazioni delle scadenze non sono state affrontate.
- I requisiti patrimoniali non erano proporzionali, né incentivati ad erogare prestiti al di fuori del sistema bancario regolamentato. Inoltre, il riconoscimento regolamentare è stato concesso ai rating del credito da agenzie private, che erano soggette a conflitti di interesse inerenti.

Il nuovo assetto prevede sia regole micro-prudenziali, cioè rivolte ad aumentare la solidità delle singole banche in periodi di stress, che macroprudenziali, finalizzate invece alla riduzione del rischio sistemico. I due aspetti, tuttavia, sono interconnessi in quanto la robustezza patrimoniale e finanziaria delle singole banche riduce evidentemente il rischio di crisi dell'intero sistema. Più in particolare, a livello micro-prudenziale, e fermo restando il sistema a tre pilastri di Basilea II, le nuove regole trattano tre diversi aspetti: 1)innalzano la qualità e quantità del patrimonio delle banche e dovrebbero consentire una più efficace gestione del rischio; 2)Vengono inoltre introdotti un indice di leva finanziaria (*leverage ratio*) che dovrebbe attenuare il ricorso all'indebitamento e quindi il rischio di fallimento della banca;3)e due indici di liquidità (*liquidity ratios*) che dovrebbero assicurare un sufficiente allineamento delle scadenze di attività e passività.

I nuovi requisiti patrimoniali non possono essere analizzati in modo isolato, bisogna tener conto delle interazioni con gli altri pilastri chiave di tutto il processo di riparazione finanziaria in EU. La

promulgazione di questi regolamenti si sviluppa in parallelo con l'esercizio dell'Unione Bancaria, la quale fa riferimento alla micro-sorveglianza unificata delle banche europee. Ma soprattutto dovrebbe essere usata come sineddoche per le componenti chiave del processo di riparazione prudenziale bancario.

Comune denominatore della trasposizione di tali accordi, sin dal principio, è l'utilizzo del principio "one-size-fits-all". Tale approccio sta a significare che una determinata disposizione deve, e può, essere applicata in toto a tutti i soggetti. Già dai loro albori nel 1988, gli standard di capitale sono stati concepiti dal CBVB per essere applicati alle banche attive a livello internazionale in modo da creare un *level playing field* per tutte le loro attività. In Europa, la trasposizione dei requisiti di adeguatezza patrimoniale nella normativa nazionale ha sempre fatto riferimento a tutte le banche, senza distinzioni di attività svolte, dimensione o altro. Il fondamento logico di tale approccio applicato in Europa "è necessario dal momento che le banche autorizzate in uno stato membro possono fornire i loro servizi attraverso il mercato unico europeo. Inoltre applicare gli accordi internazionali solo ad una parte di tali banche creerebbe distorsioni competitive e potenziali per un arbitraggio regolamentare".

Alla fine del 2007, le agenzie bancarie federali (*Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation, Office of the Comptroller of the Currency*) pubblicarono il *Final Rule* per implementare tale regolamento e per renderlo effettivo nell'Aprile 2008. Come conseguenza della crisi, e come avvenuto in Europa, la data di entrata in vigore ha subito uno slittamento ed ulteriori modifiche. Nello specifico, si prevede l'istituzione di requisiti patrimoniali per tutte le istituzioni assicurate e società finanziarie non bancarie di importanza sistemica (le piccole banche con meno di 500 milioni di attività sono esentate dall'emendamento) e stabilisce che i requisiti patrimoniali applicabili agli istituti di deposito che non sono banche che esercitano approcci avanzati per il computo del rischio fungono da pavimento per i requisiti applicabili alle società di partecipazione bancaria e tutte le organizzazioni bancarie che utilizzano tale metodologia. Già qui possiamo vedere come viene applicato un approccio più proporzionale, in cui i requisiti patrimoniali cui sono sottoposti gli istituti finanziari dipendono dalla loro capacità e metodologia di fare banca, connessa ovviamente alla dimensione che hanno. Ulteriore risultato di un lungo dibattito sul bisogno di evitare eccessive complessità per le banche di modeste dimensioni, è stata l'implementazione di questi ultimi Accordi in cui il sistema è stato modulato a seconda della dimensione della banca: tutte le banche devono rispettare la nuova regola di capitale minimo basilare, ma alle organizzazioni bancarie sono imposti requisiti aggiuntivi sulla base della loro

dimensione e complessità. Ciò ha fornito un significativo margine di manovra per uno standard normativo modulare per le banche e le associazioni di risparmio della nazione.

Alla luce delle critiche scaturite dai maggiori esponenti dell'economia mondiale, e in funzione dello scontento generale, i regolamenti di Basilea 3 sono stati sospesi e sottoposti ad ulteriori modifiche, tanto importanti da assumere la denominazione di Basilea 4¹. Entreranno in vigore dal 2022 ed hanno avuto come oggetto diversi aspetti critici. I principali obiettivi attesi con il passaggio al nuovo framework risiedono in :

1. Semplicità e trasparenza: riducendo la complessità del framework normativo, garantendo così una più agevole comprensione delle novità regolamentari ed una maggiore applicabilità di quest'ultimo.
2. Consistenza e comparabilità tra i differenti requisiti patrimoniali, riducendo la variabilità tra banche nell'utilizzo dei modelli interni e lo sviluppo di un modello eccessivamente «favorevole» che possa portare ad una riduzione eccessiva degli assorbimenti patrimoniali.
3. Rafforzamento della *risk sensitivity* degli approcci standardizzati (Rischio di Mercato, Rischio di CVA, Rischio di Controparte, Rischio di Mercato e Rischio Operativo), e la review dei modelli interni.

Nello specifico, le modifiche apportate dalle nuove direttive CRR II/CRD V riguardano :

1. Rischio di Mercato Approccio Standard/Avanzato;
2. Rischio di Controparte (SACCR);
3. Rischio di tasso di interesse (IRRBB);
4. Leverage Ratio;
5. Grandi Esposizioni;
6. Ulteriori novità regolamentari (Fattore di sostegno PMI; Esposizioni verso le contro parti centrali (CCP));
7. Total Loss-Absorbing Capacity(TLAC);
8. NSFR diventerà vincolante.

Attualmente gli istituti bancari si stanno adeguando a tali modifiche, anche se verrà mantenuta la linea di filosofia del *one-size-fits-all* e si dovranno aspettare ulteriori anni per comprenderne gli effetti.

¹ approfondimento sul sito
http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/599385/EPRS_BRI%282017%29599385_EN.pdf

2 Conseguenze ed effetti: il caso specifico della riforma delle BCC

Le conseguenze delle decisioni e principi portati avanti dalle Autorità regolamentari hanno condotto ad un inasprimento delle regole nei confronti delle banche di dimensioni ridotte. In Italia questa categoria di istituti è rappresentata dalle Banche Popolari e di Credito Cooperativo. Questa situazione, a sua volta, ha portato ad una incapacità di reagire all'evoluzione del mercato che, in seguito alla crisi finanziaria, ha modificato il suo assetto, soprattutto per quanto riguarda la raccolta di capitale. Mentre le grandi banche hanno accolto benevolmente i nuovi regolamenti introdotti da Basilea 3, le altre sono state più restie, sin da subito, alla loro applicazione. Alla luce di ciò sembrava evidente il bisogno di una modifica strutturale di queste categorie secondo un *iter* normativo atto a renderle più competitive. Sia le Popolari, dapprima, che quelle di Credito Cooperativo sono state protagoniste di un processo di riforma del loro assetto. La ha come oggetto notevoli cambiamenti strutturali, quelli più importanti riguardano la costituzione di un gruppo bancario cooperativo, la cui adesione è condizione per il rilascio dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria in forma di banca di credito cooperativo, la nomina dei membri degli organi di amministrazione e controllo spetta ai competenti organi sociali. Il gruppo bancario cooperativo è composto da una società costituita in forma di società per azioni autorizzata all'esercizio dell'attività bancaria il cui capitale è detenuto in misura maggioritaria dalle banche di credito cooperativo appartenenti al gruppo. La capogruppo esercita attività di coordinamento sulle società del gruppo sulla base di un contratto di coesione. Il medesimo contratto assicura l'esistenza di una situazione di controllo come definito dai principi contabili internazionali adottati dall'Unione Europea. I poteri della capogruppo che, nel rispetto delle finalità mutualistiche, includono: l'individuazione e l'attuazione degli indirizzi strategici ed obiettivi operativi del gruppo nonché gli altri poteri necessari per l'attività di direzione e coordinamento, proporzionati alla rischiosità delle banche aderenti, ivi compresi i controlli ed i poteri di influenza sulle banche aderenti volti ad assicurare il rispetto dei requisiti prudenziali e delle altre disposizioni in materia bancaria e finanziaria applicabili al gruppo e ai suoi componenti. Il carattere radicale dei provvedimenti attuati nel nostro paese, che oltre a inficiare il modello cooperativistico di per sé, allontanerà il nostro sistema bancario sempre più da quelli dei più virtuosi paesi europei.

La dottrina si è chiesta come ottemperare alle lacune e mancanze portate avanti sin dal principio dell'*iter* normativo arrivando alla conclusione che possa essere più consono adattare un assetto di più macro gruppi distinti su base territoriale cui le singole BCC possano far riferimento, in modo

tale da non perdere la loro natura locale e carattere mutualistico, o la costituzione di modelli strutturali diversi da quelli adottati come la predisposizione di *Institutional Protection Scheme* (IPS)

La possibile ipotesi attuativa di un concentramento in gruppi regionali delle BCC di riferimento, o di un'area macroregionale, bilancerebbe al meglio il dualismo composto tra localismo del credito ed efficienza operativa degli enti che vi partecipano. L'attuazione di un complesso di regole che renderebbe autonomi i capogruppi regionali sarebbe, invero, più auspicabile per mantenere da un lato una solidità economico-finanziaria delle BCC, dall'altro consentire la direzione di piani e strategie nei confronti delle banche controllate ponendo l'accento sulle esigenze di queste ultime in base alle attività svolte sul territorio, in modo tale da coordinare in modo ottimale il contrappeso tra localismo ed efficienza aggregativa.

Il sistema di tutela istituzionale (*Institutional Protection Scheme*, IPS) potrebbe essere una soluzione. La normativa infatti consente agli istituti creditizi, in seguito all'autorizzazione delle autorità competenti, di derogare ai requisiti prudenziali nel caso in cui vengano assunti ed eseguiti appositi IPS. Tali istituti consistono in accordi di responsabilità contrattuale "che garantisce la loro liquidità e la loro solvibilità per evitare il fallimento ove necessario. Il ricorso all'IPS, che prevede un modello improntato ai sensi di un mutuo soccorso tra chi vi aderisce, permetterebbe alle BCC di mantenere un'autonomia gestionale che non è concessa dall'attuale normativa italiana, ed abbiamo già affrontato cosa inficia tale lacuna.

3 PMI: Canali di finanziamento alternativi a quello bancario

Le PMI rappresentano la colonna portante dell'economia europea. Queste ragioni hanno portato a specificare precisamente cosa si intenda per piccole e medie imprese, in modo da distinguerle con chiarezza e concedere loro di sfruttare del tutto l'appoggio dell'UE e degli Stati membri nel compimento delle loro attività. Il legislatore comunitario quindi si è occupato di individuare in modo puntuale le organizzazioni che costituiscono "impresa", considerando ogni entità, a prescindere dalla forma giuridica rivestita, che eserciti un'attività economica, attuando così un metodo discriminatorio basato su elementi quantitativi. In particolare si definiscono:

1. Micro imprese: entità che occupano meno di 10 persone e realizzano un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 2 milioni di euro;
2. Piccole imprese; entità con meno di 50 dipendenti ed un fatturato annuo o uno stato patrimoniale annuo inferiore ai 10 milioni di euro;

3. Medie imprese: imprese con meno di 250 dipendenti ed n fatturato annuo inferiore a 50 milioni di euro o un totale dell'attivo dello stato patrimoniale inferiore ai 43 milioni di euro;

. Le imprese italiane sono spesso a conduzione familiare e concentrate sulla figura dell'imprenditore con nessuna struttura manageriale. Le PMI soffrono più delle altre imprese di alcune criticità strutturali che caratterizza la gestione finanziaria. La fondamentale caratteristica è che le PMI in Italia ricorrono quasi esclusivamente al capitale di debito per coprire il fabbisogno finanziario. Un'altra criticità è rappresentata invece dalla sottocapitalizzazione. Altra caratteristica delle PMI equivale alla componente culturale, ovvero la *forma mentis* e l'inclinazione degli imprenditori. Tali imprenditori, come annunciato precedentemente, sono riluttanti all'ingresso di investitori esterni i quali sarebbero in grado di fornire nuovo capitale di rischio e inoltre maldisposti nei confronti di interventi di manager esterni. Ne consegue che la raccolta di capitali presso il mercato finanziario non sia favorita dalla gestione familiare, mentre è ancor più accentuato l'utilizzo del credito bancario come fonte quasi esclusiva di finanziamento. Le caratteristiche delineate che manifestano la fragilità delle PMI si sono ancor più enfatizzate in Italia durante i periodi di contrazione dell'economia causati dalla crisi finanziaria del 2007 e la recessione che ha colpito il Paese durante il periodo 2011/2013. Di conseguenza si è accentuato il fenomeno della restrizione del credito bancario che ha generato un inasprimento dei criteri di erogazione del credito bancario con regole molto più rigide

Il contesto delineato delle PMI ha messo in evidenza la necessità di sviluppare nuovi metodi per l'approvvigionamento di capitali che si differenzino dal canale del credito bancario. Le imprese, pertanto, sono indotte a passare dal modello della finanza aziendale fondato, come vedremo, sull'indebitamento a quello dello sviluppo finanziario sostenibile fino al modello che riserva alla finanza un ruolo centrale. Negli ultimi anni sia le imprese che le autorità predisposte alla loro salvaguardia si sono mobilitate in questo senso. Da un lato le PMI hanno sfruttato maggiormente quei canali interni, i quali possono essere rappresentati dalla finanza strutturata, ovvero dalla cartolarizzazione dei crediti, dal *project finance* e dalle operazioni di *structured leasing*. Dall'altro le autorità ed i mercati, data l'importanza delle PMI che assumono all'interno del sistema economico, hanno fatto in modo, i primi, di eliminare vincoli sia di tipo civilistico che fiscale per far sviluppare un canale di tipo obbligazionario, i secondi, di venire in contro alle esigenze delle imprese introducendo o rafforzando determinate strutture che assieme alle novità introdotte dal legislatore aprono nuove possibilità di finanziamento per le PMI; si tratta, nello specifico, dell'introduzione dei mini-bond e lo sviluppo di nuovi fondi istituzionali di *private debt*. Cercheremo di capire se le piccole e medie imprese riescano a fare a meno del canale bancario, dal

momento che quest'ultimo - soprattutto per quanto concerne la soppressione degli istituti di credito cooperativo legata all'inasprimento del set di regole portato avanti dalle autorità di vigilanza europee – rischia di contrarsi sempre di più.

Da quando i mini-bond sono stati introdotti come strumento alternativo al canale bancario il loro utilizzo è aumentato anno dopo anno e le stime future sono in linea con i dati passati. In partenza stentavano a decollare dal momento che gli investitori istituzionali non erano in grado di gestire al meglio questo tipo di strumento finanziario. Il motivo risiede nell'incongruenza tra le caratteristiche dei questi ultimi e le peculiarità delle obbligazioni. Quindi l'esigenza dell'incontro tra domanda e offerta ha fatto sì che si sviluppasse questi nuovi fondi. La 'liberalizzazione' del mercato dei mini-bond ha determinato l'arrivo sulla scena di un soggetto relativamente nuovo per il contesto italiano, ovvero il fondo di *private debt*. Per il funzionamento efficiente del mercato del capitale non basta che ci siano imprese desiderose di raccogliere finanziamenti per sostenere gli investimenti futuri, ma è necessario che ci siano anche investitori interessati a sottoscrivere i titoli. Rispetto ai mini-bond, il tema della 'domanda' dei titoli si è posto fin da subito. Era ben chiaro che questa nuova 'asset class' costituita da obbligazioni poco liquide, per controvalori di emissione relativamente basse, collocate da imprese sconosciute al mercato, difficilmente potesse attirare l'attenzione degli investitori 'tradizionali'. Vi erano poi vincoli intrinseci da superare, quali l'impossibilità di collocare i mini-bond presso investitori retail. Le strade quindi erano essenzialmente due: da una parte favorire le operazioni di 'cartolarizzazione' per raggiungere tagli di emissione sufficientemente elevati e quindi di interesse per i grandi gestori ('impacchettando' i mini-bond di piccole taglie per creare *asset backed securities*), dall'altra stimolare la nascita di fondi chiusi specializzati nell'investimento in mini-bond. Ecco quindi che accanto al mondo dei fondi di 'private equity' si è un parallelo contesto dei fondi di *private debt*. In Italia, il primo censimento di questi fondi, che corrisponde all'anno in cui sono diventati realmente operativi, è avvenuto nel 2014. A quest'anno corrisponde il primo vero incremento di sottoscrizioni di tali strumenti. Si consideri che in un solo anno la percentuale di mini-bond sottoscritti dai fondi di *private debt* raggiungeva il 35,8%, seguiti dalle Banche al 14,9%. Queste percentuali si sono mantenute per i successivi anni fino ad una piccola diminuzione nell'ultimo periodo analizzato. Di pari passo allo sviluppo e crescita di questi strumenti finanziari e nuovi attori di mercato, crescono anche le PMI. Secondo l'ultimo rapporto Cerved. Il miglioramento dei conti economici delle PMI, che dura dal 2012, ha acquisito negli ultimi anni maggiore slancio. Nel 2017 la dinamica congiunturale ha evidenziato un'accelerazione e le PMI ne hanno beneficiato in misura maggiore rispetto alle grandi imprese: i ricavi sono aumentati a tassi più che doppi rispetto a quelli dell'anno precedente (+5,3%), con risultati particolarmente brillanti per le PMI che operano nei settori

industriali (+5,7%). Ha ulteriormente accelerato anche la dinamica del valore aggiunto, che è cresciuto del 4,5% tra 2017 e 2016. Nonostante l'aumento dei costi per il personale (+5%), è proseguito il recupero della redditività lorda, aumentata del +3,6% rispetto all'anno precedente. La generazione di cassa è a livelli eccellenti, con il cashflow oltre i livelli pre-crisi.