



DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO E IMPRESA

XXIX CICLO

**STRUMENTI ALTERNATIVI DI FINANZIAMENTO ALLE PMI E  
DISINTERMEDIAZIONE BANCARIA, EVIDENZE EMPIRICHE  
ALLA LUCE DEI RECENTI INTERVENTI NORMATIVI IN  
MATERIA DI TITOLI DI DEBITO**

DOTTORANDA

TUTOR

**Dott.ssa**

**Chiar.mo Prof.**

**Maria Gabriella Cucca**

**Giuseppe Di Gaspare**

## **Ai miei genitori**

## Indice

<b>Introduzione</b> .....	6
<b>Capitolo I</b> .....	11
<b>1. Struttura finanziaria delle imprese italiane e crisi finanziaria</b> .....	12
1.1 Debolezza strutturale delle imprese italiane .....	12
1.2 L'eccessivo indebitamento e la dipendenza dal credito bancario ...	15
<b>2. Credit crunch e disintermediazione bancaria</b> .....	24
2.1 La crisi finanziaria e il credit crunch .....	24
2.2 La crisi del debito sovrano e la politica monetaria espansiva promossa dalla Banca Centrale Europea .....	27
2.3 Basilea II: criticità applicative e conseguenze sulla stretta creditizia .....	33
2.4 Le prospettive poste da Basilea III .....	38
2.5 Conseguenze del credit crunch sulla scelta delle fonti di finanziamento delle imprese .....	41
<b>3. Sviluppo del mercato obbligazionario e interventi legislativi a     supporto del finanziamento alle PMI</b> .....	43
3.1 Il mercato obbligazionario italiano .....	43
3.2 Gli interventi normativi in materia di minibond e cambiali finanziarie .....	49
<b>Capitolo II</b> .....	51
<b>1. Il Decreto Sviluppo</b> .....	52
1.1. La modifica ai limiti all'emissione di obbligazioni .....	53
1.2. Obbligazioni subordinate e partecipative .....	58
1.3. Le cambiali finanziarie .....	66
1.3.1 Elementi fondamentali dell'istituto .....	66
1.3.2 Mercato delle cambiali finanziarie .....	69
1.3.3 Le novità introdotte dal Decreto Sviluppo in materia di cambiali finanziarie .....	71
1.4. Il Regime fiscale .....	76
1.4.1 Regime fiscale degli interessi per i sottoscrittori .....	76
1.4.2 Regime fiscale degli interessi passivi in capo agli emittenti ...	80
1.4.3 Regime fiscale degli interessi derivanti da obbligazioni partecipative e subordinate .....	82

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

1.4.4 Regime dell'imposta di bollo sulle cambiali finanziarie dematerializzate .....	84
1.4.5 Deducibilità delle spese di emissione .....	84
<b>2. Decreto Destinazione Italia .....</b>	<b>85</b>
2.1. Il regime fiscale delle garanzie prestate in relazione all'emissione di Minibond .....	85
2.2. Il Fondo di garanzia per le PMI .....	88
2.3. Le modifiche introdotte in materia di ritenuta sugli interessi delle obbligazioni e titoli di debito non quotati corrisposti a OICVM .....	90
2.4. Modifiche alla l. 130/1999 .....	91
2.5. Ammissione dei minibond e dei titoli emessi nell'ambito di cartolarizzazioni di minibond a copertura delle riserve tecniche assicurative .....	96
<b>3. Il Decreto Competitività .....</b>	<b>98</b>
3.1. Misure a favore delle emissioni di obbligazioni societarie .....	98
3.2. Misure a favore del credito alle imprese .....	99
3.2.1. I fondi comuni d'investimento chiusi .....	101
3.2.2. Le imprese di assicurazione .....	103
3.2.3. Le società di cartolarizzazione .....	105
<b>Capitolo III .....</b>	<b>108</b>
<b>1. Processo di emissione .....</b>	<b>109</b>
1.1 Il ruolo dello Sponsor .....	112
1.2 Il bilancio certificato .....	113
1.3 Attribuzione del rating .....	115
1.4 Garanti delle emissioni .....	117
<b>2. Il mercato dei minibond .....</b>	<b>123</b>
2.1 Il segmento ExtraMOT PRO .....	123
2.2 Caratteristiche degli emittenti e dinamiche di mercato .....	127
2.3 Costi di emissione .....	132
2.4 Gli investitori .....	134
2.5 I fondi di Private Debt .....	136
2.5.1. Il Fondo Italiano d'Investimento .....	141
2.6 Cartolarizzazioni di minibond .....	144

2.7 I minibond come circuito di offerta di credito alternativo a quello bancario per le PMI .....	149
<b>Bibliografia</b> .....	156
<b>Sitografia</b> .....	165

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

## INTRODUZIONE

Tradizionalmente la struttura finanziaria delle imprese italiane è caratterizzata da un forte ricorso all'indebitamento. Inoltre, gran parte dei debiti finanziari contratti dalle imprese sono prestiti di derivazione bancaria.

La combinazione di tali fattori ha comportato l'amplificarsi degli effetti negativi conseguiti al verificarsi della crisi finanziaria. Lo sfruttamento del meccanismo della leva finanziaria, infatti, per quanto esalti il rendimento del capitale in fasi cicliche favorevoli, implica l'aggravarsi delle conseguenze negative che la riduzione dei livelli di produzione e delle vendite hanno sugli indicatori economico-finanziari.

Indubbiamente, la composizione delle fonti di finanziamento che caratterizza la struttura finanziaria delle imprese italiane è conseguenza delle peculiarità del sistema produttivo, che si distingue per la fortissima presenza di micro-imprese e piccole e medie imprese (PMI). Tali realtà imprenditoriali si caratterizzano per la presenza di una compagine sociale ristretta e a carattere familiare, poco propensa a permettere l'ingresso di investitori esterni nella proprietà o anche solo come finanziatori e, pertanto, riluttante alla raccolta di mezzi finanziari sul mercato o, comunque, attraverso canali non bancari.

Le imprese di più piccole dimensioni risultano essere penalizzate, soprattutto nell'accesso al mercato di capitali, sostanzialmente appannaggio delle grandi imprese, in quanto dotate di un più solido merito creditizio, maggiore stabilità finanziaria e in grado di affrontare più agevolmente i costi di ingresso.

Proprio a fronte di tale situazione il legislatore ha deciso di intervenire per favorire lo sviluppo di canali di finanziamento alternativi. *Inter alia*, e per ciò che concerne in particolar modo il

presente elaborato, il legislatore ha previsto una serie di misure volte a facilitare il ricorso al mercato obbligazionario.

Il lavoro mira ad analizzare la portata di tali novità legislative sia da un punto di vista civilistico che fiscale e l'effetto che tali normative hanno avuto sulla composizione delle fonti di finanziamento delle imprese, avendo particolare riguardo per le PMI.

Nel primo capitolo, si analizza la struttura finanziaria delle imprese italiane e come l'insorgere della crisi unita al verificarsi del *credit crunch* abbia acuito carenze strutturali ben da prima presenti.

Le imprese italiane sono state colte del tutto impreparate a livello patrimoniale ad affrontare le implicazioni della crisi, ed anzi, la generalizzata situazione di sottocapitalizzazione e parallelo eccessivo indebitamento, hanno fatto sì che se ne amplificassero gli effetti, portando molte imprese a dover dichiarare lo stato di crisi e, poi, a uscire dal mercato.

Il banco-centrismo imperversante non ha che rappresentato un fattore decisivo in questo senso: gli istituti di credito, che fino a poco prima della crisi finanziavano la generalità delle imprese, senza curarsi della loro effettiva attitudine finanziaria alla sostenibilità del debito contratto, chiudono o, comunque, riducono sostanzialmente l'accesso al credito, penalizzando in modo particolare proprio le PMI.

Ciò, proprio nel momento in cui tale dimensione imprenditoriale avrebbe avuto maggiormente bisogno di sostegno finanziario ed si trovava in una situazione di maggiore difficoltà rispetto alla possibilità di reperire credito presso altri canali, quali, ad esempio, il mercato di capitali.

Il legislatore, anche comunitario, è intervenuto su più fronti al fine di affrontare tale situazione.

*In primis*, viene implementata un'evoluzione nella regolamentazione sui requisiti patrimoniali previsti a livello

comunitario per gli istituti di credito, di fronte alle carenze dimostrate dalla normativa vigente al momento dello scoppio e durante la crisi.

Inoltre, viene attuata la politica monetaria fortemente espansiva, che, gradualmente e con molta fatica, inizia solo ora a vedere i suoi effetti riflettersi sull'economia reale.

Nel secondo capitolo sono state analizzate nel dettaglio le novità introdotte dal legislatore nazionale a favore dello sviluppo del mercato del capitale di debito per le società non quotate.

Il mercato obbligazionario, infatti, è nel tempo rimasto accessibile esclusivamente ai grandi emittenti, non solo per la scarsa attitudine delle imprese nazionali a fare ricorso al mercato piuttosto che alla banca, ma anche in virtù di una normativa fortemente disincentivante.

Il Decreto Sviluppo interviene a eliminare i stringenti limiti all'indebitamento obbligazionario posti dal diritto comune per le società non quotate, nonché a parificare il trattamento fiscale degli interessi passivi relativi ai titoli di debito da queste emessi, rispetto alle condizioni di favore previste per le società quotate.

Successivamente, con il Decreto Destinazione Italia e il Decreto Competitività, vengono predisposti una serie di incentivi per favorire l'accesso al mercato del capitale di debito ma anche finalizzati a creare le condizioni per un maggiore attivismo dal lato della domanda, ovvero da parte di investitori qualificati.

L'adeguatezza della domanda è indubbiamente una delle problematiche più rilevanti ai fini dell'effettivo sviluppo di un mercato di titoli di debito emessi da imprese non quotate, di cui la maggior parte appartiene alla categoria delle PMI: trattandosi di titoli fisiologicamente illiquidi, emessi per volumi relativamente bassi, da imprese praticamente ignote al mercato, sono difficilmente appetibili per gli investitori "tradizionali".



Gli strumenti finanziari emessi da società non quotate, ed in particolare, tra queste, da PMI, costituiscono una *asset class* quasi antitetica rispetto alle comuni esposizioni al mercato del capitale di debito, caratterizzato da emissioni ad altissimi volumi proporzionali alle esigenze finanziarie di imprese più strutturate e di più grandi dimensioni.

Proprio per tale ragione, il legislatore ha cercato di stimolare forme di investimento strutturate, quali le cartolarizzazioni, ovvero, attraverso fondi di investimento, che permettano da un lato, un'efficiente selezione delle imprese target, per il tramite di *due diligence ad hoc*, e dall'altro, garantiscano di proporre un portafoglio titoli ben diversificato e, quindi, presentino un profilo di rischio/rendimento accettabile per gli investitori istituzionali a livello anche internazionale. In ogni caso, l'ottimale incontro tra domanda e offerta è un processo in divenire, soprattutto considerando le dimensioni ancora modeste del mercato, la sua recente creazione e le peculiarità degli attori coinvolti.

Nel terzo capitolo, si forniscono le evidenze empiriche sul segmento del mercato obbligazionario in esame. In particolare, viene quantificato l'impatto della nuova legislazione rispetto alla maggiore attitudine delle imprese a rivolgersi al mercato obbligazionario quale canale di finanziamento alternativo a quello bancario.

Invero, per quanto le PMI siano state le imprese che per numero hanno emesso più titoli obbligazionari rispetto al totale delle emissioni, i volumi relativi ne rappresentano una percentuale molto bassa.

Inoltre, le PMI individuate come potenziali target sono migliaia, eppure soltanto un centinaio di queste ha proceduto ad affidarsi alla via del mercato del capitale di debito. Sono le emissioni di grandissima taglia a rappresentare, ancora oggi, per quanto i volumi

medi per emissione siano drasticamente calati, la maggior parte dei volumi emessi in questo segmento di mercato.

I fattori che hanno concorso a tali dinamiche di mercato sono complessi e tra loro intersecati e meritano ulteriori approfondimenti che ci si propone di affrontare anche in lavori futuri avendo a disposizione un orizzonte temporale più significativo rispetto alle dinamiche di mercato.

In generale, il ricorso al mercato obbligazionario sconta, da un lato, l'ancora incerta ripresa economica, dall'altro, il graduale miglioramento delle condizioni del credito bancario, nonché l'insufficiente domanda dei titoli emessi da società italiane da parte degli investitori istituzionali, frenata anche dall'ancora limitato sviluppo di intermediari specializzati nell'investimento in strumenti finanziari di debito, quali i fondi di *private debt*.

Tuttavia, il sistema bancario italiano si trova ad affrontare sfide significative, il superamento delle quali implicherà forti cambiamenti. Sul mercato stanno emergendo realtà innovative quali le *fintech*, il *peer-to-peer lending*, il *direct lending* e le piattaforme di *crowdfunding*. La capacità di competere con tali forme alternative di finanziamento sicuramente sarà centrale: si tratta ancora di strumenti che nonostante siano in Italia in una fase ancora embrionale del loro sviluppo, sono destinati a erodere quote di mercato significative nel prossimo futuro.

Nell'ambito di tali sviluppi, il mercato del capitale di debito, potrebbe ritagliarsi un ruolo non trascurabile al fine di garantire alle PMI, insieme ad altri strumenti alternativi, un'effettiva diversificazione delle fonti di finanziamento.

## CAPITOLO I

### **Conseguenze della crisi finanziaria sul banco-centrismo italiano, tra *credit crunch* e interventi normativi: una spinta alla disintermediazione**

**SOMMARIO:** 1. Struttura finanziaria delle imprese italiane e crisi finanziaria; - 1.1 Debolezza strutturale delle imprese italiane; - 1.2 L'eccessivo indebitamento e la dipendenza dal credito bancario; - 2. *Credit crunch* e disintermediazione bancaria; - 2.1 La crisi finanziaria e il *credit crunch*; - 2.2 La crisi del debito sovrano e la politica monetaria espansiva promossa dalla Banca Centrale Europea; - 2.3 Basilea II: criticità applicative e conseguenze sulla stretta creditizia; - 2.4 Le prospettive poste da Basilea III; - 2.5. Conseguenze del *credit crunch* sulla scelta delle fonti di finanziamento delle imprese; - 3. Sviluppo del mercato obbligazionario e interventi legislativi a supporto del finanziamento alle PMI; - 3.1 Il mercato obbligazionario italiano; - 3.2 Gli interventi normativi in materia di *minibond* ecambiali finanziarie.

## **1. Struttura finanziaria delle imprese italiane e crisi finanziaria**

### **1.1 Debolezza strutturale delle imprese italiane**

La strategia di finanziamento delle imprese italiane, e in particolar modo, delle piccole e medie imprese (PMI)<sup>1</sup> è caratterizzata dalla forte dipendenza dal canale bancario. Come approfondiremo, la preponderanza dei finanziamenti bancari nel passivo, la frammentata relazione tra impresa e banca (*rectius*, banche - data la forte tendenza al multi-affidamento), la domanda di credito alimentata sostanzialmente per far fronte a esigenze relative al finanziamento al breve termine, rendono tale modello strutturalmente inefficace, incapace di reggere una crescita nel medio-lungo termine ne', tanto meno, lo sviluppo di imprese innovative, e soggetto ad un'altissima prociclicità.

Tale situazione di forte dipendenza delle imprese italiane dal finanziamento bancario presenta punti di criticità molto forti che, con la crisi, hanno portato all'accentuarsi di una situazione già di forte difficoltà per le imprese<sup>2</sup>.

La crisi finanziaria, ha avuto, infatti, nefaste conseguenze, non solo in virtù della riduzione di PIL che ne è conseguita, ma anche del

---

<sup>1</sup> Le PMI vengono definite a livello comunitario nella Raccomandazione 2003/361/CE che fissa parametri quantitativi in termini di numero di dipendenti, fatturato annuo, bilancio annuo (piccola impresa: meno di 50 dipendenti e un fatturato o bilancio annuo inferiore a 10 milioni di euro; media impresa: meno di 250 dipendenti e un fatturato annuo inferiore a 50 milioni di euro o un bilancio inferiore a 43 milioni di euro). Sulla base di tale disposizioni, il Ministero delle Attività produttive ha provveduto a sua volta ad aggiornare la definizione, emanando il decreto 18 Aprile del 2005.

<sup>2</sup>A. PELLEGGI, *Capitalizzazione e fonti di finanziamento delle PMI italiane: criticità e nuovi strumenti*, in *Bancaria*, 9, 2013.

prolungato arco di tempo che è stato necessario affinché il Paese si riprendesse dalla contrazione economica e della stagnazione della domanda di beni e servizi. Tale ultimo fattore, in particolare, ha determinato una significativa riduzione del volume d'affari delle imprese, con particolare riferimento alle PMI, che generano circa il 67 % del valore aggiunto e l'80 % di tutti i posti di lavoro in Italia <sup>3</sup>. Questa realtà imprenditoriale, dal 2007 al 2013, ha registrato una diminuzione del fatturato del 5,6 %<sup>4</sup>. Inoltre, il calo del valore aggiunto e della produttività ha inciso negativamente anche sul margine operativo lordo, soprattutto in riferimento proprio al segmento delle PMI (Figura 1).

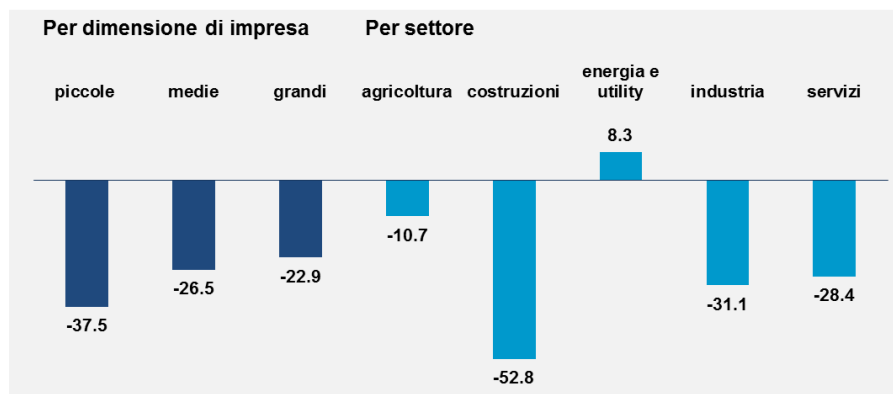


Figura 1. Variazione del margine operativo lordo delle imprese italiane tra il 2007 e il 2013. Rielaborazione da *Rapporto Cerved PMI 2014*.

A tale generalizzata riduzione della redditività aziendale, si è aggiunta una strategia politica di *austerità* a cui è conseguita una

<sup>3</sup>*Small Business Act* – Scheda informativa elaborata dalla COMMISSIONE EUROPEA, 2015.

<sup>4</sup>*Rapporto Cerved PMI 2014*. Laddove le grandi imprese sono riuscite ad aumentare il giro d'affari del 1,7% (in termini nominali), i settori che hanno subito maggiormente gli effetti della crisi sono quello delle costruzioni, con un calo del volume d'affari pari a -23,9% e quello manifatturiero con un calo pari a -8,2% dal 2007 al 2013.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

ancora più forte pressione fiscale che ha inciso negativamente su una situazione già ampiamente compromessa, risultando l'autofinanziamento uno strumento di copertura insufficiente.

La situazione di crisi generalizzata ha implicato un rilevante aumento delle imprese che hanno fatto ricorso alle procedure di liquidazione, rispetto alle quali è stata aperta una procedura concorsuale, ovvero è stato dichiarato fallimento<sup>5</sup> (Figura 2).

Quanto, invece, alle imprese che hanno superato la crisi, oltre alle pesanti conseguenze strutturali, queste hanno dovuto fare fronte ad un maggiore fabbisogno finanziario. Infatti, tra il 2005 e il 2013 il rapporto tra fabbisogno finanziario e investimenti fissi lordi delle imprese italiane è aumentato del 9%<sup>6</sup>. Tale andamento, abbinato al calo della redditività operativa, ha implicato una più marcata dipendenza dai finanziamenti esterni soprattutto dal lato del debito. E' interessante, a tal proposito, notare che nello stesso arco di tempo si è verificato un progressivo aumento nel rapporto tra indebitamento finanziario e valore aggiunto (Figura 3).

Come mostrato dal Rapporto Cerved PMI 2015, solo nel corso del 2014 il flusso di PMI in uscita dal sistema produttivo si è fermato,

---

<sup>5</sup> CERVED, Rapporto 2014, cit. "A partire dal 2008, il tasso di uscita delle imprese dal mercato si è impennato, con gravi conseguenze per le PMI. Tra il 2008 e il primo semestre 2014, 13 mila PMI sono fallite, più di 5 mila hanno aperto una procedura concorsuale non fallimentare e 23 mila sono state liquidate volontariamente: complessivamente un quinto delle PMI attive nel 2007 è stato interessato da almeno una di queste procedure. La maggior parte delle imprese che ha lasciato il mercato dopo il 2007 era già in difficoltà nel periodo pre-crisi. Per queste imprese, la crisi ha solo accelerato un processo di selezione già in corso. Esistono però anche imprese che, prima della crisi, davano segni di vitalità e che con ogni probabilità sono state espulse dal mercato più per problemi di liquidità che di sostenibilità economica".

<sup>6</sup>F. PANETTA, F.M. SIGNORETTI, *Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria*, Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, 63, 2010, 14.

tornando il saldo tra PMI nate e morte ad essere positivo (sebbene tale dato risulti essere neutralizzato dal saldo ancora negativo tra macroimprese che si trasformano in PMI e imprese che, viceversa, da PMI diventano macroimprese).

Inoltre, nel corso del 2014 e del 2015, le imprese assoggettate a procedure concorsuali, fallimentari e non, e quelle che hanno fatto ricorso a liquidazione volontaria sono drasticamente diminuite, tendenza che ha riguardato sostanzialmente tutti i settori dell'economia (Figura 2).

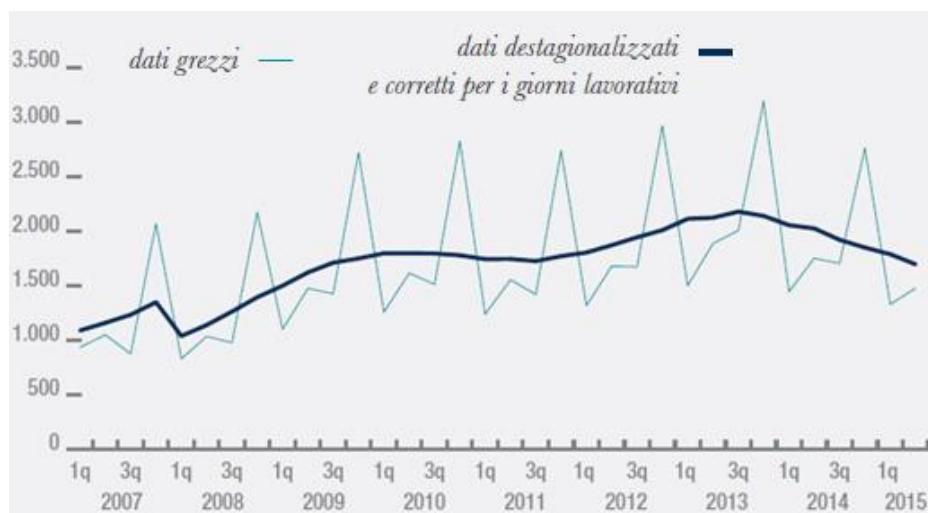


Figura 2. PMI con almeno una procedura concorsuale o una liquidazione in valori assoluti. Fonte: *Rapporto Cerved PMI 2015*.

## 1.2 L'eccessivo indebitamento e la dipendenza dal credito bancario

Indubbiamente, lo stato di pesante recessione è stato il fattore determinante della complicazione delle situazioni aziendali, ma è da sottolineare come, per molte imprese, tale fattore abbia acuito squilibri

economico finanziari preesistenti<sup>7</sup>, avendo riguardo soprattutto a livelli di indebitamento molto elevati<sup>8</sup> rispetto alla media europea<sup>9</sup>, a cui si è addivenuti anche a fronte di una sostanziale incapacità delle imprese italiane a confrontarsi e affrontare le sfide che si sono presentate nell'ultimo decennio<sup>10</sup>.

Un elevato grado di indebitamento determina una forte dipendenza delle imprese dalle condizioni economico-finanziarie dei finanziatori.

Inoltre, al contrarsi del reddito operativo conseguente alla crisi, le imprese rischiano di non riuscire a far fronte agli elevati oneri finanziari contratti relativamente al debito, e quindi di essere inadempienti. L'utilizzo della leva finanziaria, per quanto esalti il rendimento del capitale nelle fasi cicliche favorevoli, implica, in quelle avverse, l'aggravarsi delle conseguenze negative che la flessione della produzione e delle vendite hanno sugli indicatori economico-finanziari<sup>11</sup>.

---

<sup>7</sup>S. FERRETTI, A. FILIPPONE, G. MICUCCI, *Le imprese uscite dal mercato nel corso della Crisi*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, 313, 2016, 5.

<sup>8</sup>S. FERRETTI, A. FILIPPONE, G. MICUCCI, *cit.* 7; BANCA CENTRALE EUROPEA, *Structural Issues Report 2013: Corporate Finance and Economic Activity in the Euro Area*, Banca Centrale Europea, Occasional Papers, 2013, 151.

<sup>9</sup>E. BONACCORSI DI PATTI, E. SETTE, *Bank Balance Sheets and the Transmission of Financial Shocks to Borrowers: Evidence from 2007-2008 Crisis*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 2012, 848.

<sup>10</sup>A. ACCETTURO, A. BASSANETTI, M. BUGAMELLI, I. FAIELLA, P. FINALDI RUSSO, D. FRANCO, S. GIACOMELLI E M. OMICCIOLI, *Il sistema industriale italiano tra globalizzazione e crisi*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 2013, 193.

<sup>11</sup>S. FERRETTI, A. FILIPPONE, G. MICUCCI, *cit.* 7, che richiama C.A. MOLINA, *Are Firms Underleveraged? An Examination of the Effect of Leverage on Default Probabilities*, *Journal of Finance*, LV, 3, 2015, 1427-59; A. HOVAKIMIAN, A. KAYHAN, S. TITMAN, *Are Corporate Default Probabilities consistent with the Static Trade-off Theory?*, *The Review of Financial Studies*, 25, 2, 2011, 315-40; K.



E', a tal proposito, interessante comprendere come e in che misura la struttura finanziaria delle imprese italiane abbia influito, a fronte della crisi economica, a determinarne la crisi e l'eventuale conseguente uscita dal mercato<sup>12</sup>. Autorevole dottrina<sup>13</sup> ha rilevato che, nel periodo precedente alla crisi, il livello di indebitamento delle imprese italiane si era innalzato in modo rilevante, riflettendo una generalizzata maggiore disponibilità degli istituti di credito a concedere finanziamenti.

Tra il 2000 e il 2008 il credito di concessione bancaria alle imprese aumentava dell'8% annuo, nel 2007 addirittura del 12%, con un marcia per di più accelerata rispetto a investimenti e produzione. Oltre a ciò, con l'ingresso nell'Unione Monetaria Europea, i tassi di interesse bancari venivano progressivamente ad abbassarsi, sino a toccare il 4,2 % nel 2005, annullando lo *spread* rispetto ai corrispondenti tassi medi europei. Tra 2006 e 2008, una media di neanche il 3% delle imprese richiedenti un finanziamento bancario non lo otteneva, in parallelo a una costante diminuzione di investimenti sostenuti tramite capitale proprio ovvero impiego di utili, che raggiungeva nel 2008 il minimo storico del 36%<sup>14</sup>.

Tale configurazione delle fonti di finanziamento è certamente stata a sua volta influenzata dalla struttura del sistema produttivo che

---

KASHYAP, L. ZINGALES, *The 2007-8 Financial Crisis: Lesson from Corporate Finance*, *Journal of Financial Economics*, 97, 2010, 303-05; J.R. GRAHAM, S. HAZARIKA E K. NARASHIMHAN, *Financial Distress in the Great Depression*, NBER Working Papers, 2011, 17388; E. BONACCORSI DI PATTI, A. D'IGNAZIO, M. GALLO, G. MICUCCI, *The role of leverage in firm solvency: evidence from bank loans*, *Bancad'Italia, Questioni di economia e finanza*, 2014, 244.

<sup>12</sup>S. FERRETTI, A. FILIPPONE, G. MICUCCI, *cit.* 7.

<sup>13</sup>E. BONACCORSI DI PATTI, A. D'IGNAZIO, M. GALLO, G. MICUCCI, *cit.*

<sup>14</sup>*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*, indagine Invid condotta da Banca d'Italia nel 2011.

si caratterizza per la fortissima presenza di micro-imprese e PMI, nell'ambito delle quali la compagine sociale è ristretta e di stampo tendenzialmente familiare, ostile all'ingresso di investitori esterni nella ristretta compagine sociale e, quindi, riluttante rispetto alla raccolta di mezzi finanziari sul mercato o, comunque, attraverso investitori istituzionali non bancari<sup>15</sup>.

Come approfondiremo, tale situazione si è, con la crisi, ribaltata: l'incedere della fase recessiva si è combinata con l'applicazione di criteri più restrittivi all'offerta di credito da parte delle banche nonché con una sostanziale riduzione dal lato della domanda<sup>16</sup>.

Parallelamente, si è verificato un notevole aumento nei valori della leva finanziaria dal 39,2% nel 2005 al 48,6% del 2011. Il calo nella redditività unito all'andamento della leva finanziaria ha implicato una maggiore incidenza degli oneri finanziari sul margine operativo lordo (13,7% registrato nel 2005 vs 22,7% nel 2013), nonché la riduzione delle imprese capaci di generare un utile positivo (65% nel 2015 vs 55% nel 2013) (Figura 3).

---

<sup>15</sup>Sull'onerosità dei costi fissi correlati all'ingresso sul mercato dei capitali che superano i vantaggi relativi alla raccolta di nuovo capitale cfr. M. PAGANO, F. PANETTA, L. ZINGALES, *Why do Companies go Public?*, Journal of Finance, Vol. 53, 1, 1998, 27-64.

<sup>16</sup>F. PANETTA, F.M. SIGNORETTI, *cit.*

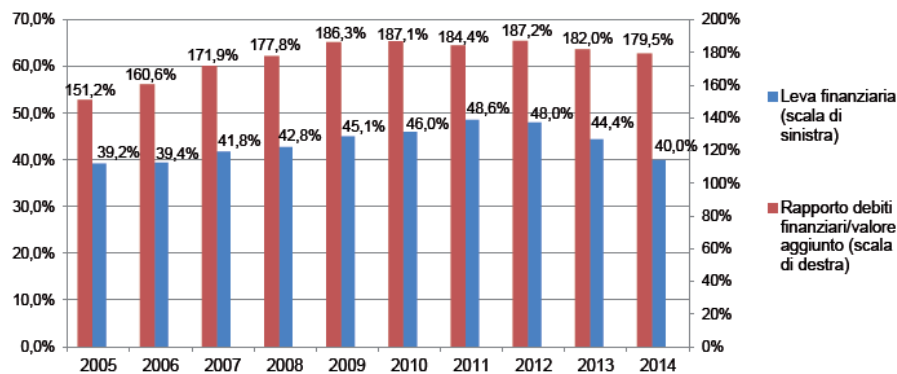


Figura 3. L'indebitamento delle imprese italiane non finanziarie, dal 2005 al 2014: leva finanziaria e rapporto fra debiti finanziari e valore aggiunto. Fonte: BANCA D'ITALIA.

Ancora, nell'ambito delle imprese assoggettate a procedura fallimentare tra il 2008 e il 2012, la quota di imprese finanziariamente "deboli" è stata almeno doppia rispetto alla percentuale delle imprese ancora presenti sul mercato<sup>17</sup>.

A partire dal 2012, però, l'indebitamento finanziario delle imprese è progressivamente diminuito, attestandosi al 36,4% a fine 2014 e al 34,8% nel 2015<sup>18</sup>; inoltre, guardando al rapporto tra indebitamento finanziario e valore aggiunto, si rileva un ritorno a percentuali pre crisi (mediamente inferiore al 180%).

Tale diminuzione del debito finanziario ha riguardato soprattutto le imprese di piccole dimensioni (-1,6%), laddove le medie l'hanno visto lievemente aumentato (+0,2%). Assistiamo a un generalizzato miglioramento del tasso di patrimonializzazione per tutte le PMI, dovuto a un irrobustimento del capitale proprio (+2,9%)<sup>19</sup>. Inoltre, diversamente dalle grandi imprese, i cui risultati sono ancora negativi,

<sup>17</sup>S. FERRETTI, A. FILIPPONE, G. MICUCCI, *cit.* 13. Lo studio considerava come finanziariamente deboli, le imprese con un'incidenza degli oneri finanziari sul MOL superiore al 50%.

<sup>18</sup>BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale 2015*.

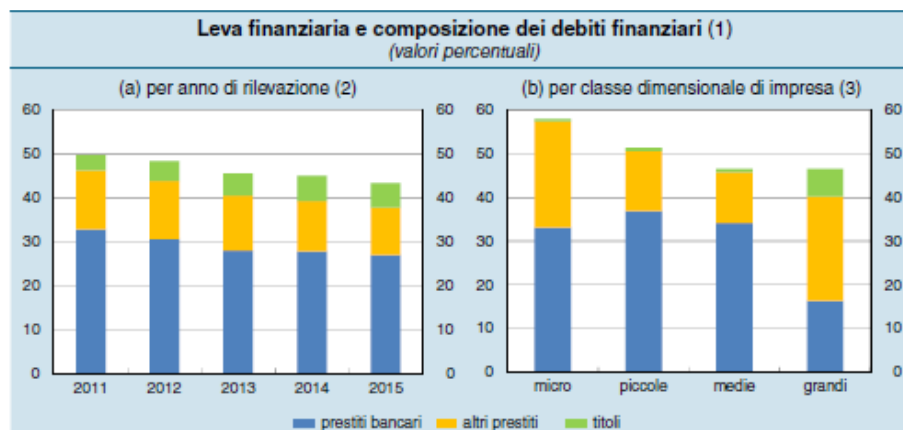
<sup>19</sup>CERVED, *Rapporto PMI 2015*.

le PMI vedono in crescita i propri conti economici: il fatturato, il valore aggiunto e, soprattutto, i margini lordi (+4,6%) sono cresciuti.

A fronte dell'inversione di tendenza che si è manifestata nel 2014, la redditività nel 2015 ha mostrato un *trend* positivo, una crescita seppure a tassi moderati.

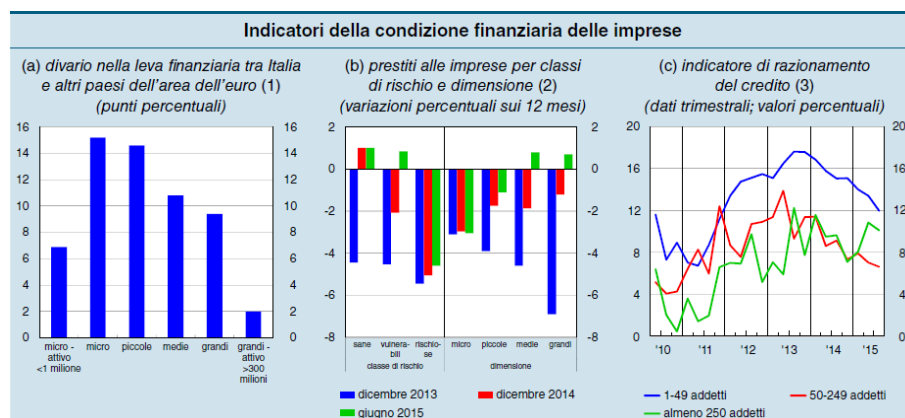
La leva finanziaria scesa ormai in modo significativo rispetto ai picchi toccati nel pieno della crisi, diminuendo di oltre sei punti percentuali rispetto al 2011, si riflette in maggiore equilibrio nella struttura finanziaria delle imprese<sup>20</sup>.

Comunque, le imprese di piccole dimensioni continuano a presentare livelli di leva finanziaria molto elevati, rimanendo per loro la dipendenza credito bancario un elemento necessario della loro struttura finanziaria.



**Figura 4. Leva Finanziaria e composizione dei debiti finanziari.** Fonte: BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale 2015*. (1) rapporto tra debiti finanziari e somma degli stessi con il patrimonio netto; (2) Elaborazione sui conti finanziari; dati a valore di mercato; (3) Elaborazione sui bilanci Cerved all'anno 2014 per un campione di circa 700.000 imprese; dati a valori contabili.

<sup>20</sup>BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale 2015*, cit., dove si specifica che «circa un quarto delle imprese ha dichiarato di aver ridotto la leva nel 2015; al calo avrebbe contribuito, per oltre la metà di esse, l'aumento del patrimonio netto, realizzato in larga parte attraverso il reinvestimento di utili» .



**Figura 5. Indicatori della condizione finanziaria delle imprese, Aprile 2015. Fonte: BANCA D'ITALIA, Rapporto sulla stabilità finanziaria, 2015. Dati Banca d'Italia, Cerved, Banca Centrale Europea per i paesi europei, Federal Reserve System per gli Stati Uniti.**

1) rapporto tra debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato al prezzo di mercato. I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie; quelli relativi al 2014 si riferiscono al terzo trimestre. 2) Contributo dei debiti finanziari e del patrimonio netto, considerato al valore di bilancio, alla variazione della leva finanziaria. I dati si riferiscono a un campione chiuso di circa 480.000 società di capitali nel biennio 2012-2013. 3) Prestiti concessi da banche e società finanziarie. I dati che includono le sofferenze, sono riferiti a un campione di circa 410.000 società di capitali ripartite tra classi di rischio in base ad un punteggio assegnato dal Cerved.

Le criticità evidenziate rendono meno competitive le imprese italiane rispetto ai loro *peers* europei. Inoltre, tali fattori hanno implicato una maggiore esposizione delle imprese nazionali alla crisi, che sono state colte nel pieno della fragilità degli indici basilari di finanza aziendale e nell'assenza di un sistema finanziario che offrisse valide alternative alle banche<sup>21</sup>. A tal proposito è necessario interrogarsi circa la possibilità del sistema finanziario di far fronte all'incrementarsi della domanda di finanziamenti da parte delle imprese, una volta che la ripresa economica venga a stabilizzarsi. Invero, il potenziale di nuovi investimenti si stima essere di circa 100

<sup>21</sup>G. FORESTIERI, *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio*, in *Bancaria* n.6, 2014, 4.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

miliardi<sup>22</sup>, a fronte di una copertura derivante da accantonamento di profitti di circa tre quarti, con conseguente *funding gap* per un ammontare di circa 20/30 miliardi<sup>23</sup>.

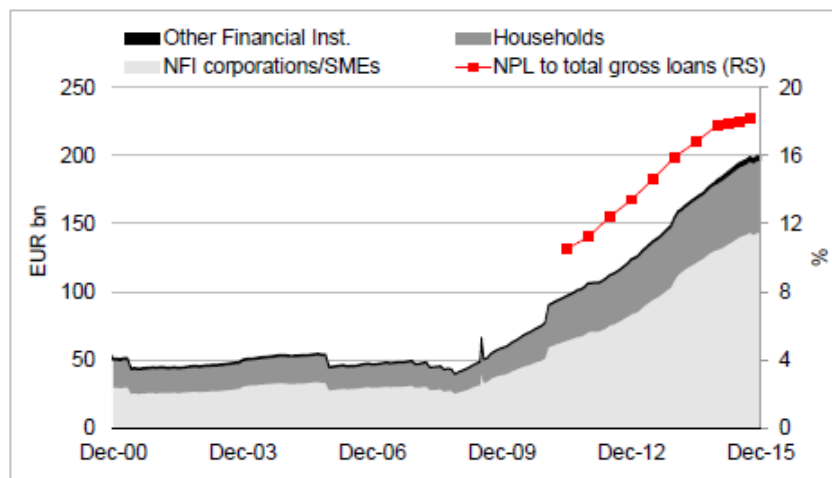
Infatti, la condizione di strutturale fragilità finanziaria delle imprese rimane significativa: il tasso di ingresso in sofferenza relativo al primo trimestre del 2015 è stato stimato al 3,9%<sup>24</sup>. L'ammontare di sofferenze, a fine 2015, supera i 200 miliardi di euro (a rappresentare circa il 13% del PIL), contro i 125 miliardi calcolati a fine 2012, e i 60 del 2009 (Figura 6). Come rilevato da Banca d'Italia, l'ammontare di sofferenze presenti nei bilanci delle banche italiane si è triplicato negli anni successivi al 2008, giungendo a rappresentare, stando ai dati di fine 2015, il 18,2% del totale dei prestiti, contro il 10% del 2011, e il 5% del 2007. Peraltro, i maggiori tassi di *bad loans*, si rinvencono proprio rispetto al settore delle PMI, riflettendone la debole redditività conseguente alla prolungata situazione di recessione e il peso degli altissimi livelli di indebitamento.

---

<sup>22</sup>V. SANNUCCI, *Banche e Assicurazioni: un percorso comune per lo sviluppo – Atto Secondo*, Relazione del Direttore Generale della Banca d'Italia e Presidente dell'Ivass alla *XLVI Giornata del Credito*, 2015, 9. Tale stima viene confermata dai primi dati a consuntivo relativi all'esercizio 2015: in base al Barometro Crif-Eurisc, la richiesta di credito da parte delle imprese è aumentata, evidenziando un moderato ottimismo sulla propensione agli investimenti, nonché, comunque, una ripresa delle erogazioni bancarie rispetto al 2014 (+13%).

<sup>23</sup>G. FORESTIERI, *cit.*, 4.

<sup>24</sup>BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale 2014*, *cit.*



**Figura 6. BANCA D'ITALIA, BLOOMBERG, UNICREDIT RESEARCH. Andamento dello stock di sofferenze presenti nei bilanci delle banche italiane.**

Pur in presenza di una situazione ben lontana da una totale ripresa, vediamo come, dal lato dall'offerta, nel corso del 2014 la riduzione dello *stock* di prestiti erogati dalle banche alle imprese si è attenuata rispetto al biennio precedente, arrestandosi del tutto nel 2015.

Tale cambiamento di rotta consegue all'attuazione delle misure espansive dettate dalla politica monetaria europea che approfondiremo nei paragrafi successivi. In generale, a partire dal 2015 il sistema bancario dimostra di rispondere agli stimoli derivanti dalle misure espansive della Banca Centrale Europea: l'offerta vede un *trend* di moderata crescita e le condizioni dei finanziamenti molto più favorevoli<sup>25</sup> (il differenziale del tasso applicato ai nuovi finanziamenti rispetto alla media dell'area dell'euro è sostanzialmente venuto meno)<sup>26</sup>.

<sup>25</sup>F. PANETTA, *Crescita economica e finanziamento delle imprese*, Roma, 27 gennaio 2015.

<sup>26</sup>BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale 2015*, cit.

## 2. Credit crunch e disintermediazione bancaria

### 2.1 La crisi finanziaria e il credit crunch

Come accennato, il flusso di credito bancario verso le imprese, a partire dalla fine del 2007, si è drasticamente contratto (Figura 7).

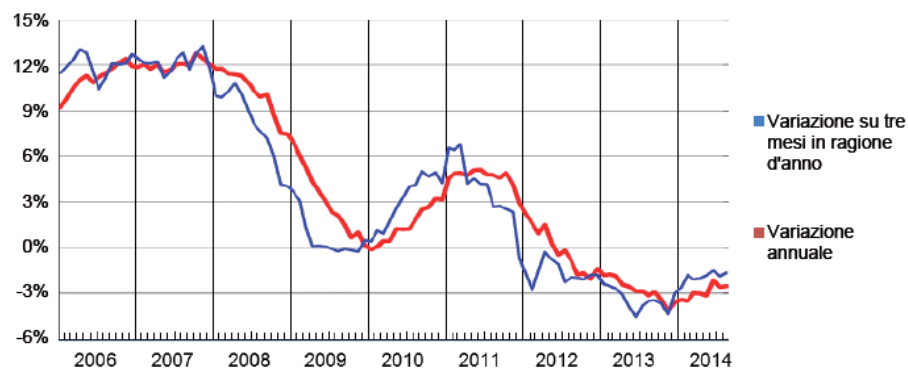


Figura 7. Il credito bancario alle imprese italiane: variazione dello stock disponibile su base trimestrale e annuale. Fonte: BANCA D'ITALIA.

Tale fenomeno, detto *credit crunch*<sup>27</sup>, che consiste appunto nella diminuzione significativa, ovvero, nel significativo inasprimento delle condizioni di offerta di credito, è strettamente connesso alle dinamiche avvenute a seguito dello scoppio della crisi finanziaria del 2007.

Il sistema bancario mondiale viene ad attraversare un periodo di profonde difficoltà a fronte, da un lato, di una regolamentazione

---

<sup>27</sup>P. MIZEN, *The Credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses*, in *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, 90(5), 2008, 531-567; M. BRUNNERMEIER, A. CROCKETT, C. GOODHART, A.D. PERSAUD, H. SHIN, *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva London: International Center for Monetary and Banking Studies Centre for Economic Policy Research, 2009; G. WEHINGER, *SMEs and the credit crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature*, *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2, 2013.



fortemente restrittiva, dall'altro, dell'inasprimento del rischio di credito e riduzione delle opportunità di raccolta. Tale fenomeno è derivato dal calo nella domanda a lungo termine, che manifesta una minore attitudine delle imprese all'investimento, nonché da una significativa riduzione dell'offerta di credito. Di contro, è via via aumentata la richiesta di credito a breve termine (problema ancora molto rilevante: i finanziamenti a breve termine sono giunti a rappresentare il 40% del totale, di cui la metà rappresentata da depositi a vista)<sup>28</sup>, in virtù della necessità di coprire il capitale circolante<sup>29</sup> e le operazioni mirate a ristrutturare il debito. Tale tendenza, come vedremo, ha amplificato gli effetti della crisi e ha assunto un ruolo centrale rispetto all'inasprirsi della stretta creditizia<sup>30</sup>.

La crisi del sistema bancario è diventata ben presto sistemica: il fallimento di alcuni dei più importanti istituti di credito a livello mondiale ha minato la struttura delle relazioni tra operatori risultando nel blocco dei flussi finanziari (le banche con liquidità in eccesso non ne prestavano a quelle in deficit, per poter gestire eventuali situazioni di inaspettate fluttuazioni mercato), causando così un effetto domino che poi si è trasmesso all'economia reale<sup>31</sup>.

---

<sup>28</sup>G. GOBBI, *Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva degli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali*, VI Commissione Camera dei Deputati (Finanze), Roma, 2013.

<sup>29</sup> Il finanziamento del capitale circolante si giustifica stante la diversa tempistica degli incassi rispetto ai pagamenti relativi alle operazioni di gestione corrente dell'impresa, e quindi sono volti a garantire che l'impresa svolga con continuità la propria attività.

<sup>30</sup>I. VISCO, *Considerazioni finali*, Relazione Annuale della Banca d'Italia sul 2012, Roma, 2012.

<sup>31</sup> Diffusamente sul tema della crisi di liquidità sul mercato interbancario, vedi H.S. HEMPELL, C. SORENSEN, *The impact of supply constraints on bank lending in the euro area crisis induced crunching?*, Working Paper , n. 1262, 2010 .

Nella Figura 7, possiamo notare la contrazione dello *stock* di credito bancario erogato alle imprese verificatosi a partire dallo scoppio della crisi<sup>32</sup> e giunto al -2% nel 2014, *trend* che si conferma anche per 2015, nel corso del quale si è registrata una riduzione solo per le società che presentavano un *rating* basso, laddove le altre hanno ripreso, sebbene moderatamente, a crescere. Invero, fin dall'inizio della crisi, il *credit crunch* ha interessato tutto il panorama delle imprese italiane ma, particolarmente, quelle aventi un *rating* più basso<sup>33</sup>. Tale differenziazione trova fondamento nel fatto che dall'inizio della crisi i crediti deteriorati sono aumentati in misura così rilevante da giungere a rappresentare nel 2014 il 25% del totale. Le sofferenze, in quanto rappresentano un alto rischio per la banca, assorbono capitale che deve essere ad uopo accantonato e, quindi, non può essere più utilmente utilizzato tanto da condurre a frenare l'attività fulcro della banca che è appunto quella del finanziamento. Ciò determina per la banca una diminuzione della redditività in

---

<sup>32</sup>BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale 2015*, cit.

<sup>33</sup> Secondo il CERVED, *Rapporto PMI 2014*, nel 2012 le imprese nella fascia di *rating* C1.1-C2.1 (ossia la più bassa) hanno subito una contrazione del credito disponibile del 4%, oltre il doppio di quella subita dalle imprese con *rating* B2.1-B2.2., a sua volta circa tre volte la contrazione relativa alla fascia A1.1-B1.2 (la più bassa). Nell'anno 2013, però, la contrazione dei debiti bancari è stata omogenea, pari a circa 3 punti percentuali, per tutte le fasce di *rating*. G. ALBARETO, P. FINALDI RUSSO, *Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi*, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 2012, 127; U. ALBERTAZZI, D.J. MARCHETTI, *Credit Supply, Flight to Quality and Evergreening: an Analysis of Bank-firm Relationships after Lehman*, Banca d'Italia, *Temi di discussione*, 2010, 756; P. DEL GIOVANE, A. NOBILI, F. SIGNORETTI, *Supply Tightening or Lack in Demand: is the Sovereign Debt Crisis different from Lehman?*, presentato al convegno *The Sovereign Debt Crisis and the Euro Area*, Banca d'Italia, 2013.

quanto, a fronte delle rettifiche di valore e l'aumento del capitale di rischio, l'utile si riduce.

Inoltre, non si può che sottolineare che, da un punto di vista dimensionale, sono le piccole imprese a vedere un razionamento del credito bancario più significativo<sup>34</sup> (-2,4% nel 2014 rispetto al 2013)<sup>35</sup>.

Come approfondiremo, anche per far fronte ai requisiti patrimoniali imposti da Basilea II e III, e per scongiurare un ulteriore peggioramento nella qualità degli attivi, le banche hanno scelto di limitare ulteriormente la propria esposizione, soprattutto nel lungo termine<sup>36</sup>.

## **2.2 La crisi del debito sovrano e la politica monetaria espansiva promossa dalla Banca Centrale Europea**

Un altro evento che, insieme alla crisi finanziaria, ha avuto un effetto negativo sulla stretta creditizia è stato quello della crisi del debito sovrano manifestatasi nel 2011<sup>37</sup>.

Dopo lo scoppio della crisi finanziaria a livello globale, il rivelarsi della disastrosa situazione dei conti pubblici greci ha causato tensioni che hanno avuto effetti negativi soprattutto nei paesi europei

---

<sup>34</sup> Il rallentamento del flusso di credito è colpito in modo più rilevante le imprese con meno di venti dipendenti, in tutte le aree territoriali. E, in questo contesto, la contrazione nell'erogazione del credito si è manifestata già a partire dal 2008. Cfr. *Swimez, Rapporto sull'economica del Mezzogiorno*, 2013, 6.

<sup>35</sup>Ivi.

<sup>36</sup>A. RICCIARDI, *L'impatto di Basilea 2 sulla gestione finanziaria delle imprese: rischi e opportunità*, in *Banca e Impresa*, 4, 2009, 75 ss.

<sup>37</sup>A. A. POPOV, N. VAN HOREN, *The Impact of Sovereign Debt Exposure on Bank Lending: Evidence from the European Debt Crisis*, De Nederlandsche Bank Working Paper No. 382, 2013.

economicamente più deboli, con un forte indebitamento pubblico o privato, sbilanciamento dei conti con l'estero e scarsa crescita economica. Situazione acuita dallo scoppio della bolla immobiliare e relativi squilibri finanziari in Irlanda.

A fronte della notizia che gli investitori privati sarebbero intervenuti nella ristrutturazione del debito greco nonché del divieto di intervento di salvataggio dei paesi membri previsto dal Trattato costitutivo UE, si è diffusa una fortissima perdita di fiducia rispetto alla resistenza della moneta unica, con nefaste conseguenze sull'economia reale dell'area euro, con particolare riferimento ai paesi già strutturalmente più deboli<sup>38</sup>.

I differenziali di rendimento tra i titoli di stato dell'area euro vengono a raggiungere massimi storici dall'introduzione dell'euro<sup>39</sup>,

---

<sup>38</sup>L. GIORDANO, N. LINCiano, P. SOCCORSO, *The determinants of government yield spreads in the euro area*, CONSOB Working Papers No. 71, 2012.

<sup>39</sup> Lo *spread* sui titoli sovrani di determina calcolando la differenza tra rendimenti a scadenza sui titoli di stato decennali di un dato paese e degli omologhi titoli tedeschi, presi come riferimento in quanto si ritengono i più sicuri. Il rendimento di un titolo di stato dipende dal livello di rischio relativo: un alto rendimento riflette la più alta probabilità che a scadenza l'emittente non sia capace di rimborsare il capitale. Tutto ciò si riverbera sul giudizio che i mercati hanno del paese emittente in quanto considerato come a rischio *default*. Inoltre, all'aumento dello *spread*, i titoli di stato si deprezzano, vengono considerati pericolosi e quindi non vengono acquistati. Cfr. Per una disamina più precisa e completa: M.G. ATTINASI, C. CHECHERITA, C. NICKEL, *What explains the surge in euro-area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-2009*, BANCA CENTRALE EUROPEA, *Working Paper Series*, 1131, 2009; S. BARRIOS, P. IVERSEN, M. LEWANDOWSKA, R. SETZER., *Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis*, *European Commission & Directorate General for Economic and Financial Affairs, Economic Papers*, 388, 2009; G. CAGGIANO, L. GRECO, *Sovereign Risk in the Euro Area: Is it Mostly Fiscal or Financial*, The Rimini Centre for Economic Analysis in Canada, 2012; S. GERLACH, A. SCHULZ, G. B. WOLFF, *Banking and*

nonostante i significativi acquisti di titoli di Stato da parte della Banca Centrale Europea, previsti nell'ambito del *Securities Markets Programme*<sup>40</sup> (il differenziale tra i titoli di stato italiani decennali e quelli tedeschi, che nel primo semestre del 2011 raggiungeva i 200 punti base, toccava, nel mese di novembre dello stesso anno, i 550 punti base)<sup>41</sup>. Parallelamente, in Italia e nei paesi più colpiti, si inaspriscono le condizioni di provvista all'ingrosso delle banche, si ha un peggioramento rispetto alla valutazione del merito creditizio degli intermediari (che viene assimilato a quello dei rispettivi stati che venivano via via *downgradati*<sup>42</sup>) e un relativo peggioramento sulle condizioni del credito.

---

*sovereign risk in the euro area, Deutsche Bundesbank, Discussion Paper Series 1: Economic Studies, 9, 2010; S. MANGANELLI, G. WOLWIJK, 2009, What drives spreads in the euro area government bond market, Economic Policy, 4, 2009, 191-240.*

<sup>40</sup> Il *Securities Markets Programme* (SMP), è il programma di acquisto dei titoli di debito emessi dal settore pubblico, introdotto dal Consiglio Direttivo nel maggio 2010 che mirava, a fronte del malfunzionamento di alcuni segmenti del mercato dei titoli di debito pubblico, a ripristinare un normale livello di liquidità e garantire l'omogenea diffusione della politica monetaria in tutta l'Eurozona. Tale programma è formalmente terminato nel settembre 2012 il lancio delle *Outright Monetary Transactions* (OMT). Cfr. più diffusamente in BANCA D'ITALIA, *Bollettino economico*, 70, 2012.

<sup>41</sup> Per maggiori approfondimenti sul collegamento tra andamento dei differenziali d'interesse a dieci anni della Germania e quelli dell'Italia e degli altri pesi dell'area Euro, si rimanda a A. DI CESARE, G. GRANDE, M. MANNA, M. TABOGA, *Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza*, 128, 2012.

<sup>42</sup> Le agenzie di *rating* ridurranno il merito creditizio dell'Italia e delle principali banche anche in successive circostanze. In generale, dallo scoppio della crisi del debito sovrano alla metà del 2013, il *rating* sul debito pubblico sovrano italiano è stato abbassato dalle tre maggiori agenzie rispettivamente dall'agenzia

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

Vediamo più nel dettaglio. Gli istituti di credito tradizionalmente detengono quote consistenti di titoli di stato sia in funzione di investimento che quale strumento di garanzia nei contratti di pronti contro termine: dalle criticità che si verificano sul mercato secondario dei titoli pubblici deriva il deterioramento della qualità degli attivi delle banche nonché l'aumento del costo della raccolta (conseguente, nello specifico, all'aumento dei margini sulle garanzie relative a operazioni di *repo*<sup>43</sup>). Il *rating* delle banche, peraltro, viene determinato anche avendo riguardo alla garanzia pubblica implicita che riflette a sua volta il livello di *rating* dello stato di appartenenza<sup>44</sup>.

Il rischio di un'ulteriore pesante restrizione dell'offerta creditizia induce il Consiglio Direttivo della Banca Centrale Europea a decidere, a fine 2011, una forte riduzione del tasso sulle operazioni di rifinanziamento, prevedendo operazioni di rifinanziamento, c.d. *Long Term Refinancing Operations* (LTROs), con durata triennale a tasso fisso o offerta illimitata di liquidità, ampliando le categorie di *assets* conferibili in garanzia e diminuendo della metà il coefficiente di riserva obbligatoria<sup>45</sup>. Nell'ambito di queste operazioni di rifinanziamento, le banche europee ottengono finanziamenti per circa 1000 miliardi.

---

Standard&Poor's da A+ a BBB, da Fitch da AA- a BBB+ e da Moody's da Aa2 a Baa2.

<sup>43</sup> Abbreviazione di *Repurchase Agreement*, traducibile nei nostri contratti di pronti contro termine. Si tratta di una struttura negoziale bilaterale, in base alla quale un contraente vende un titolo contro contanti e, contemporaneamente, si impegna a riacquistare quel titolo allo scadere di un breve periodo, dietro pagamento del prezzo originario aumentato dell'interesse.

<sup>44</sup> CONSOB, *La crisi del debito sovrano del 2010-2011*, disponibile al link:

<http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>

<sup>45</sup> I. VISCO, *ult. cit.*, 4.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

Nel 2012, vengono nuovamente ad accentuarsi tensioni sui titoli sovrani: a fronte dell'emersione della situazione di fragilità delle istituzioni finanziarie spagnole e dell'ulteriore peggioramento della situazione macroeconomica greca, sempre maggiori timori di una potenziale reversibilità dell'unione monetaria (c.d. rischio di ridenominazione) si diffondono tra gli investitori. La Banca Centrale Europea, quindi, interviene nuovamente al fine di garantire la corretta applicazione della politica monetaria in tutta l'area euro, ed impedire che i mercati bancari e finanziari vengano ad essere eccessivamente influenzati dalle situazioni dei singoli stati membri, intervenendo sul mercato secondario dei titoli di Stato attraverso le c.d. *Outright Monetary Transactions* (OMT), azioni volte all'acquisto illimitato di titoli di governativi, proprio a sottolineare la non reversibilità della moneta unica, nonché con i programmi *Long Term Refinancing Operations* (LTROs).

Indubbiamente tali operazioni di rifinanziamento a lungo termine sono state quelle più efficaci termini di liquidità messe a disposizione delle banche e per il miglioramento delle condizioni di accesso al credito. Il fine ultimo dell'erogazione dei relativi finanziamenti era appunto quella di permettere alle banche in un condizione di difficoltà nel reperimento di liquidità a fronte dell'innalzamento dei tassi di prestito interbancario, e quindi, mitigare il *credit crunch*, permettendo che tali flussi permeassero verso l'economia reale, tramite erogazione di finanziamenti alle imprese.

Ha inizio una fase di normalizzazione, con una significativa riduzione dei rischi sovrani che consegue a un ridimensionamento da parte dei mercati delle paure di contagio, date le misure a favore del sistema bancario spagnolo, nonché della rinnovata prospettiva di Unione Bancaria.

Si sono susseguiti ulteriori e molto incisivi interventi della Banca Centrale Europea: il *Targeted Long Term Refinancing Operation* (TLTRO I e II) le operazioni di acquisto di ABS (*Asset-Backed Securities*) e *Covered Bond*.

All'inizio del 2015, con l'avvio del programma di acquisto titoli EAPP (c.d. *quantitative easing o QE*) esteso al mercato secondario di titoli pubblici denominati in euro<sup>46</sup>, il *market sentiment* è migliorato rispetto all'andamento decrescente dell'anno precedente che aveva risentito della costante debole ripresa economica nonché delle forti tendenze deflazionistiche.

A seguito di tali straordinarie misure, i rendimenti del debito sovrano sono scesi a livelli molto bassi in tutta l'area euro: l'andamento dei prezzi dei CDS (*Credit Default Swap*) sul debito pubblico e dei *rating* impliciti nelle quotazioni di mercato, riflettono la percezione per cui il rischio sovrano dei Paesi dell'Eurozona si è sostanzialmente attenuato<sup>47</sup>.

E' opportuno sottolineare che, date le condizioni burrascose del mercato ingenerate dalla crisi del debito, le azioni a livello di Eurosystem a favore delle banche europee hanno faticato a permeare nell'economia reale. Infatti, nel breve termine, la peculiarità dei mercati finanziari a livello nazionale hanno impedito che le misure di politica monetaria EU portassero a un miglioramento significativo delle condizioni di accesso al credito nei paesi più esposti. Solo nel 2015 e, con maggior forza, nel 2016, con la conferma e rafforzamento di misure quali, in particolare, il TLTRO II e del QE, la politica

---

<sup>46</sup> G. CLAEYS, Á. LEANDRO, A. MANDRA, *European central bank quantitative easing: the detailed manual*, Bruegel Policy Contribution, 2015.

<sup>47</sup> J. AIZENMAN, M. HUTCHISON, Y. JINJARAK, *What is the risk of European sovereign debt defaults? Fiscal space, CDS spreads and market pricing of risk*, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 34, 2013.



monetaria economica ha avuto riflessi positivi nell'economia reale. L'iniezione forzata di liquidità nel sistema, per quanto con fatica, ha generato un'effettiva, sebbene contenuta, ripresa nell'offerta di credito bancario nonché un miglioramento dei tassi applicati ai finanziamenti<sup>48</sup>.

### **2.3 Basilea II: criticità applicative e conseguenze sulla stretta creditizia**

Come accennato in precedenza, la forte contrazione del flusso creditizio è conseguita anche ad un assetto regolamentare frutto del recepimento degli Accordi di Basilea.

Vediamo più nel dettaglio le implicazioni derivanti dall'introduzione di tali misure regolamentari e i riflessi che ne sono conseguiti a livello di rapporto banca-impresa.

Con l'introduzione di Basilea II, si ha una revisione della regolamentazione prudenziale dell'attività bancaria volta a stabilire nuove regole circa l'individuazione e quantificazione dei rischi e relativa revisione dei requisiti patrimoniali, un vincolo di leva finanziaria tale da contenere l'indebitamento e inserimento di c.d. "buffer" di capitale volti a limitare l'effetto prociclicità.

Sebbene non si possa ritenere che l'accordo di Basilea rappresenti una delle cause della crisi<sup>49</sup>, anche solo per il fatto che la sua entrata in vigore è stata nel 2008, quando la crisi finanziaria era

---

<sup>48</sup>M. CASIRAGHI, E. GAIOTTI, L. RODANO, A. SECCHI, *ECB Unconventional Monetary Policy and the Italian Economy during the Sovereign Debt Crisis*, International Journal of Central Banking, Vol. 12, No. 2, 2016.

<sup>49</sup>F. CANNATA, M. QUAGLIARIELLO, *The role of Basel II in the Subprime Financial Crisis: Guilty or Not guilty*, CAREFIN Research Paper, 3, 2009.

già in corso, indubbiamente, l'avvento della crisi finanziaria ha evidenziato le criticità di tale regolamentazione<sup>50</sup>.

*In primis*, non poche delle banche che hanno sofferto perdite ingenti, mostravano un coefficiente patrimoniale largamente superiore al requisito minimo previsto da Basilea. Invero, il *Tier 1 ratio*<sup>51</sup> dei maggiori gruppi bancari era, alla fine del 2006, mediamente pari al 6%, molto al di sopra del requisito minimo del 4% imposto a livello regolamentare<sup>52</sup>. Pertanto, probabilmente, l'ammontare di capitale necessario a prevenire le insolvenze era significativamente superiore rispetto ai requisiti dell'accordo<sup>53</sup>.

Inoltre, strumenti finanziari ibridi o innovativi costituivano parte consistente del patrimonio di vigilanza, a ciò conseguendo che l'aumento del coefficiente patrimoniale di molte banche è stato determinato sostanzialmente dall'emissione di strumenti ibridi, e solo in misura trascurabile dall'aumento del patrimonio vero e proprio

---

<sup>50</sup> Come lo stesso Comitato di Basilea ha sostenuto nel 2009 “*One of the main reasons the economic and financial crisis became so severe was that the banking sectors of many countries had built up excessive on- and off-balance sheet leverage. This was accompanied by a gradual erosion of the level and quality of the capital base. At the same time, many banks were holding insufficient liquidity buffers. The banking system therefore was not able to absorb the resulting systemic trading and credit losses nor could it cope with the reintermediation of large off-balance sheet exposures that had built up in the shadow banking system. The crisis was further amplified by a procyclical deleveraging process and by the interconnectedness of systemic institutions through an array of complex transactions*”. Cfr. COMITATO DI BASILEA, *Strengthening the resilience of the banking sector*, Consultative Document, 2009, disponibile al link: <http://www.bis.org/publ/bcbs164.pdf>

<sup>51</sup> Rapporto tra *Tier 1* ossia del patrimonio di base (capitale versato, riserve, utili non distribuibili) e gli impegni ponderati al rischio.

<sup>52</sup>A. RESTI, A. SIRONI, *Rischio e valore nelle banche, Misura, regolamentazione, gestione*, Egea, 2008, 6.

<sup>53</sup>Ivi.

(*Core Tier 1*), componente che, anzi, si è deteriorata a fronte della smodata distribuzione di dividendi<sup>54</sup>. Il diffuso utilizzo di tali strumenti ibridi di capitale è dovuto al fatto che questi non sono dotati di diritto di voto e quindi sono incapaci di diluire il controllo - come invece nel caso di emissione di nuove azioni-, alla deducibilità dei relativi interessi passivi, nonché alla appetibilità di tali strumenti per quegli investitori istituzionali interessati esclusivamente ad un buon rendimento, senza implicazioni a livello gestorio.

Come detto, tali strumenti venivano considerati del tutto equiparabili al capitale dagli organi di vigilanza, ma non anche dagli investitori che li hanno, invece, sempre considerati come veri e propri strumenti di debito: il mercato ha quindi ritenuto che le banche emittenti avrebbero, anche in situazioni di difficoltà, continuato a corrispondere gli interessi e a rimborsare il capitale relativi a tali strumenti. In effetti, gli istituti di credito, al fine di non comprometersi a livello reputazionale ed impauriti dal perdere opportunità di raccolta, hanno in rari casi azionato le clausole di cancellazione dei pagamenti previsti in relazione a tale tipologia di strumenti<sup>55</sup>. Conseguentemente, tali titoli non hanno assorbito alcuna perdita subita dalle banche, essendo molto lontani dalle forme di patrimonio tradizionali quali il capitale sociale e riserve da utili non distribuiti (c.d. *common equity*).

Un altro limite di Basilea II è rappresentato dall'attitudine di accentuare le fluttuazioni del ciclo economico in quanto, i requisiti

---

<sup>54</sup>V.V. ACHARYA, I. GUJRAL, H. SHIN, *Dividends and Bank Capital in the Financial Crisis of 2007-2009*, NBER Working Paper, 16896, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2009, disponibile al link: <http://ssrn.com/abstract=1362299>

<sup>55</sup>E. COLETTI, *Il nodo dell'adeguatezza patrimoniale e peculiarità delle banche italiane*, Quattordicesimo Rapporto Fondazione Rosselli, 2009.

patrimoniali determinati in base al *rating* attribuito, tendono a diminuire in momenti di crescita economica e ad aumentare in quelli di recessione. Pertanto, all'inasprirsi dei requisiti le banche tendono a contrarre l'offerta di credito e vendere titoli, aggravando la fase negativa del ciclo economico<sup>56</sup>.

Invero, la logica per cui si impongono alle banche requisiti in termini di capitalizzazione più stringenti a fronte di fasi recessive, in corrispondenza, quindi, alla presenza di maggiori rischi, non può considerarsi in sé errata; tuttavia, l'applicazione non a livello di singola banca ("microprudenziale") ma generalizzata, a livello di sistema finanziario ("macroprudenziale") di tale sistema si rivela essere dannosa in quanto non può che accentuare la fase recessiva, implicare un aumento dei debitori in *default*, accrescendo le difficoltà delle banche<sup>57</sup>.

Un altro elemento di criticità della regolamentazione derivante da Basilea II è stata l'incapacità di prevenire un incremento incontrollato della leva finanziaria<sup>58</sup>: infatti, molte banche, pur rispettando i requisiti minimi regolamentari, a fronte della crisi, hanno significativamente ridotto i propri attivi così da migliorare i coefficienti patrimoniali. Tale mossa di *deleveraging*, per quanto

---

<sup>56</sup>C. IACOPOZZI, *L'applicazione di Basilea II in Italia. Aspetti tecnici ed elementi di riflessione*, Cedam, 2009, 226 ss.

<sup>57</sup>M. BRUNNERMEIER, A. CROCKETT, C. GOODHART, A.D. PERSAUD, H. SHIN, *cit.*; Cfr. Financial Stability Board, *Report of the Financial Stability Forum on addressing Procyclicality in the Financial System*, 2009: "The present crisis has demonstrated the disruptive effects of procyclicality – mutually reinforcing interactions between the financial and real sectors of the economy that tend to amplify business cycle fluctuations and cause or exacerbate financial instability".

<sup>58</sup>C. IACOPOZZI, *cit.* 225.

abbia avuto effetti positivi rispetto alla solvibilità a livello di singolo istituto di credito, ha però acuito l'instabilità dei mercati finanziari<sup>59</sup>.

Inoltre, non possiamo non far riferimento ai problemi che le banche hanno dovuto affrontare in riferimento alla gestione della liquidità; molti gruppi bancari, contando sull'elevata liquidità che tradizionalmente caratterizzava il mercato interbancario, non avrebbero superato la crisi se le banche centrali non avessero provveduto a immettere liquidità nel mercato a bassissimo costo. La crisi finanziaria ha infatti repentinamente dimostrato che il crollo della fiducia e il relativo incremento nel rischio di controparte possano implicare una caduta della liquidità dei mercati. Basilea II faceva riferimento al rischio di liquidità nell'ambito del secondo pilastro, non ponendo quindi un requisito valido a livello di sistema bancario, ma limitandosi a invitare le banche affinché si dotassero di strumenti e processi tali da limitarlo.

Merita un cenno anche la questione delle cosiddette istituzioni bancarie “*too big to fail*”<sup>60</sup> che sono state appunto salvate dallo stato per paura che un loro fallimento avrebbe causato una crisi sistemica. Si tratta, in particolare, di istituzioni finanziarie a rischio sistemico (“*systemically important financial institutions*”, o *SIFIs*) caratterizzate appunto da forte interconnessione con altre banche. Tale interconnessione (“*entanglement*”) ha implicato il contagio degli

---

<sup>59</sup>A. RESTI, A. SIRONI, *cit.*, 7.

<sup>60</sup> Locuzione che indica il principio per cui le autorità monetarie non consentono l'apertura di procedure concorsuali nei confronti di istituti di credito o intermediari finanziari che hanno dimensioni tali che il loro fallimento avrebbe implicazioni negative a livello sistemico. Cfr. per quanto riguarda il caso specifico della Crisi finanziaria che ha avuto origine nel 2007: A. ROSS SORKIN, *Too Big to Fail: Inside the Battle to Save Wall Street*, Viking Press, 2009.

*shock* a livello di sistema finanziario ed economico<sup>61</sup> e ha rappresentato, e continua a rappresentare, uno degli elementi che destano maggiore preoccupazione nell'ottica della vigilanza macroprudenziale. Come sappiamo, Basilea II aveva adottato la logica di un “*level playing field*”, quindi un piano comune a tutte le banche senza che il fattore “*entangledness*” rilevasse in alcun modo.

## 2.4 Le prospettive poste da Basilea III

Il Comitato per la vigilanza bancaria di Basilea ha stabilito nuovi standard regolamentari di adeguatezza patrimoniale e liquidità delle banche, a fronte delle carenze che Basilea II ha mostrato all'incedere della crisi. Con l'introduzione di Basilea III, recepita con Regolamento n. 575/2013 (CRR) e la direttiva n. 36/2013 (CRD), i requisiti esistenti vengono significativamente riformati e vengono previste norme volte a regolamentare aspetti non presi in considerazione dai primi due accordi.

Senza entrare nel dettaglio delle innovazioni apportate dal nuovo accordo possiamo sinteticamente notare che:

- vengono rafforzati ulteriormente i requisiti patrimoniali sia attraverso un innalzamento dei requisiti minimi di *common equity* a 4,5% dell'attivo ponderato, che con l'introduzione graduale di un requisito addizionale pari a 2,5% delle attività ponderate al rischio (*capital conservation*

---

<sup>61</sup>Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi finanziari, Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, 2011, 7.

*buffer*)<sup>62</sup>, sia attraverso un aumento nella qualità degli strumenti finanziari includibili nel patrimonio di vigilanza;

- è stato introdotto un ulteriore requisito patrimoniale di natura anticiclica, recepito a livello di singoli ordinamenti a discrezione dei singoli organi di vigilanza nazionali, pari al 2,5% delle attività ponderate per il rischio (*counter-cyclical buffer*);

- si prevede una soglia massima del 3% alla leva finanziaria (rapporto tra patrimonio e totale dell'attivo non ponderato e comprensivo delle esposizioni fuori bilancio), vincolante dal 2018 ma modificabile durante la fase di monitoraggio che si terrà negli anni precedenti;

- si introducono due nuovi coefficienti di liquidità (*liquidity coverage ratio* e *net stable funding ratio*) per i quali è prevista una prima fase di monitoraggio e, quindi, eventuale correzione. Il primo fa riferimento al rapporto tra attività di elevata qualità e gli ipotizzabili deflussi di cassa netti nei successivi trenta giorni, stimati considerando uno scenario di stress, laddove, il secondo, è costituito dal quoziente tra le fonti di finanziamento "stabili" (a medio-lungo termine) e il relativo fabbisogno ottimale;

- infine, vengono introdotti requisiti patrimoniali funzionali all'attenuazione dei rischi derivanti dalle esposizioni reciproche tra le singole istituzioni finanziarie globali nonché dal rischio sistemico e grado di interconnessione<sup>63</sup>.

---

<sup>62</sup>AA. VV., *Il passaggio da Basilea 2 a Basilea 3: gli effetti sui mercati e sui bilanci bancari*, De Frede Editore, Napoli, 2011, 22.

<sup>63</sup>COMITATO DI BASILEA, *Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi finanziari*, 2011, 9: "Rientrano in

Indubbiamente, Basilea III ha costituito il primo intervento regolamentare volto ad affrontare, in modo organico e a livello internazionale, la crisi finanziaria. Eppure, varie sono le critiche che sono state mosse al nuovo assetto normativo.

La critica che i più hanno mosso al nuovo accordo di Basilea, e per ciò che in questa sede rileva, è legata alle conseguenze negative che i nuovi più stringenti requisiti patrimoniali e di liquidità potrebbero avere sulla capacità delle banche di far credito<sup>64</sup>, soprattutto alle PMI<sup>65</sup>.

Per far fronte a tale rischio, il legislatore comunitario ha introdotto nel Regolamento 575/2013, in recepimento delle misure di Basilea III, un fattore di correzione, c.d. *PMI supporting factor*, mirato a ponderare il minor rischio sistemico dell'esposizione bancaria nei confronti delle PMI.

Tale fattore è da applicarsi agli RWA (*Risk Weighted Asset*) assegnati a tali imprese, in modo tale ricalcolare il requisito minimo richiesto agli istituti di credito (che risulta in una minore allocazione

---

*questo ambito: - incentivi patrimoniali affinché le banche si avvalgano di controparti centrali per i derivati OTC; - requisiti patrimoniali più alti per l'attività di trading e per quella in derivati, nonché per le cartolarizzazioni complesse e le esposizioni fuori bilancio (ad esempio, verso veicoli societari per l'investimento strutturato o structured investment vehicles, SIV); - requisiti patrimoniali più alti a fronte di esposizioni verso altri soggetti del settore finanziario; - introduzione di requisiti di liquidità che penalizzino un ricorso eccessivo alla raccolta interbancaria a breve termine per finanziare impieghi a più lunga scadenza".*

<sup>64</sup>P. PENZA, *Basilea 3 e gli impatti sulle banche: redditività, gestione del capitale e ruolo del Pillar 2*, *Bancaria*, 11, 2011, 35 ss.

<sup>65</sup>G. WEHINGER, *SMEs and the credit crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature*, 10, 2014; G. ZADRA, *La re-securitization per finanziare la ripresa*, in *Bancaria* n.9, 2014.



di capitale di vigilanza da accantonare a fronte dei prestiti erogati alle PMI).

Il *PMI supporting factor* è stato assolutamente utile, permettendo alle banche di disporre di 10,5 miliardi di patrimonio da utilizzare in prestiti<sup>66</sup> - in Italia tale beneficio è stato stimato in 20 punti base di capitale contro i 19 punti base della media UE. A partire dall'applicazione di tale strumento, l'erogazione di credito alle PMI è aumentato in media del 2% in Europa (1,8% in Italia)<sup>67</sup>.

E' opportuno, comunque, sottolineare che si tratta di uno strumento temporaneo: la Commissione Europea ha avviato, nel novembre del 2016, l'iter normativo per la conferma dello stesso, peraltro ampliandone la portata operativa.

In ogni caso, l'entrata in vigore di Basilea III, è un processo ancora in corso e la gradualità dell'introduzione dei criteri nonché le fasi di monitoraggio previste daranno la possibilità di valutare correttivi alla luce dei risultati conseguiti.

## **2.5 Conseguenze del credit crunch sulla scelta delle fonti di finanziamento delle imprese**

Il fenomeno della stretta creditizia, che, come detto, ha prostrato le imprese europee già colpite dalla crisi, ha anche determinato l'avvio di un processo di maggiore apertura verso fonti di finanziamento alternative al sistema bancario.

Infatti, le imprese, di fronte alla difficoltà di accesso al credito bancario, hanno dovuto cercare canali alternativi per riuscire di dotarsi

---

<sup>66</sup>*Pmi, l'Abi va in pressing sull'Eba*, Milano Finanza, 11 novembre 2015.

<sup>67</sup>*ABI comments on EBA discussion paper and call for evidence on SMEs and the SME Supporting Factor*, Ottobre 2015.

delle risorse economiche che gli permettessero di rimanere sul mercato.

In ogni caso, anche nella ricerca e accesso a fonti di finanziamento alternativo, le PMI risultano essere penalizzate soprattutto avendo riguardo ai canali *market-based*<sup>68</sup>: nonostante i mercati di capitali rappresentano un'importante alternativa, sono tendenzialmente più accessibili alle grandi imprese, con più alti *rating* e con un miglior posizionamento geografico.

Inoltre, anche nel caso in cui le PMI abbiano accesso a fonti di finanziamento alternative, queste non sono in grado di far fronte da sole al fabbisogno finanziario, rimanendo quindi fondamentale la disponibilità del canale bancario perché le imprese possano efficacemente finanziare i propri investimenti.

Proprio in virtù di tale *funding gap* funzionale alle dimensioni dell'impresa, come approfondiremo in seguito, molti paesi dell'Unione Europea stanno cercando di rafforzare e innovare i circuiti di finanziamento alternativi, per far sì che rappresentino un stabile canale - almeno - alternativo rispetto a quello bancario.

---

<sup>68</sup>“Overall, the findings in this analysis confirm that non-financial corporations, and especially SMEs, use market-based sources of funding less than bank financing. Although capital markets represent an important alternative source of financing for non-financial corporations, they are accessible mainly to larger firms with high credit ratings and which are generally located in larger countries with more developed financial markets. Unless nonfinancial corporations – and especially SMEs – have access to alternative sources of finance, any decline in bank lending is likely to have an adverse impact on their ability to finance investment. By harmonising financial market policies and supporting a shift towards market-based financing, the European Commission’s initiative for a capital markets union will make SMEs in Europe more resilient to bank credit supply shocks and will help to reduce obstacles to their access to finance.” Così, Banca Centrale Europea, *Economic Bulletin*, 4, 2015, 3.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

Uno dei canali alternativi che presenta prospettive di forte crescita, soprattutto avendo riguardo alle PMI, è il mercato obbligazionario, sullo sviluppo del quale concentreremo la nostra trattazione. La ricerca sarà inoltre funzionale a valutare tale svolta nella maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento: se si tratta di una conseguenza alla stretta contingenza relativa alla, non del tutto superata, atrofia del circuito bancario, se il ricorso a strumenti di finanziamento alternativi può definirsi soltanto come complementare al credito bancario, ovvero se il mercato si sia sviluppato in modo tale da mettere in moto un processo di sostanziale disintermediazione.

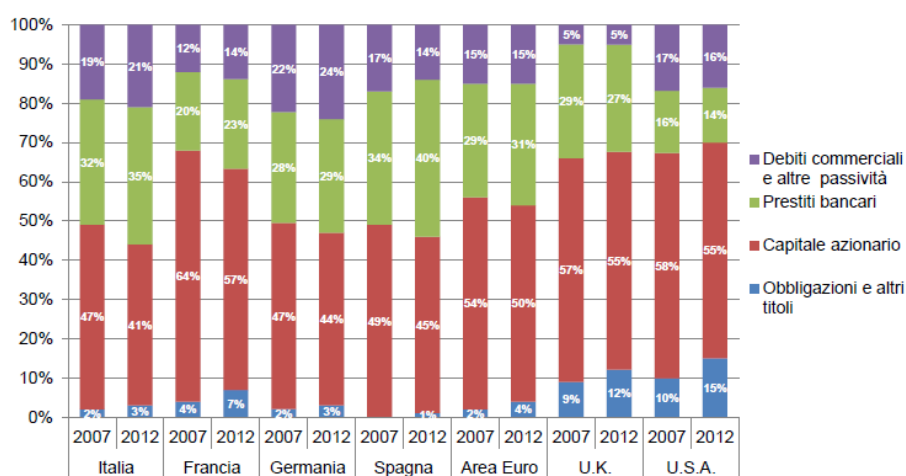
### **3. Sviluppo del mercato obbligazionario e interventi legislativi a supporto del finanziamento alle PMI**

#### **3.1 Il mercato obbligazionario italiano**

Tradizionalmente, il mercato obbligazionario italiano, per quanto rilevante, è stato sempre considerato come residuale rispetto a quello bancario, soprattutto per le PMI. Tale realtà, oltre che a fattori culturali, è conseguita a una regolamentazione civilistica e fiscale, fino a pochi anni fa, fortemente disincentivante in modo particolare proprio per le PMI.

Per rappresentare tale situazione di profondo e permanente banco-centrismo, oltre alle evidenze già date, rileviamo che nel 2012, le PMI a cui le banche avevano concesso un prestito, presentavano un rapporto medio tra debiti di derivazione bancaria e debiti di natura finanziaria del 98%, valore di molto superiore rispetto a quelli della media europea (Germania 39,7%, Francia 76,2%, Spagna 65,8%), a riflettere una bassissima capacità di diversificazione delle fonti di

finanziamento<sup>69</sup>. A questo proposito, è interessante notare come, dall'analisi della composizione delle forme di finanziamento delle imprese italiane rispetto a quella dei principali paesi europei e degli Usa tra gli anni 2007-2012, emerge che le imprese italiane sono seconde per ricorso al debito bancario, dietro soltanto a quelle spagnole, le quali però vi suppliscono ampiamente con una maggiore patrimonializzazione attraverso capitale azionario (Figura 8).



**Figura 8. Mix funding delle imprese italiane, europee e americane (2007 – 2012).** Fonte: *I Report italiano sui Mini-Bond*, Osservatorio Mini-Bond, 2015, rielaborazione da Banca Centrale Europea.

Infatti, la possibilità di impiego al capitale di rischio, soprattutto in sede costitutiva, è inferiore rispetto a quella degli stati dell'Unione<sup>70</sup>.

Inoltre, ricerche della Banca Centrale Europea indicano che i debiti da concessione bancaria rappresentano mediamente il 18% del passivo delle PMI. Da notare, nello specifico, che il 47% delle PMI

<sup>69</sup>OSSERVATORIO MINI-BOND, *I Report italiano sui Mini-Bond*, 2015, 17, che richiama dati della Banca Centrale Europea.

<sup>70</sup>*Small Business Act* – Scheda informativa, *cit.*

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

presentava un rapporto tra debiti bancari e totale del passivo inferiore al 10%, il 44% un rapporto tra 10% e 50% e le rimanenti un rapporto superiore al 50%.

Nonostante la permanente situazione di squilibrio nella scelta delle fonti di finanziamento da parte delle imprese, negli ultimi anni, il mercato obbligazionario italiano è risultato essere in forte espansione in virtù di due fattori fondamentali: *in primis*, il ricorso al canale bancario è risultato, come abbiamo ampiamente analizzato, più difficoltoso, cosicché le imprese sono state “costrette” a cercare fonti alternative per il reperimento di mezzi finanziari necessari alla sopravvivenza sul mercato; inoltre, conseguentemente alla politica monetaria adottata dalla Banca Centrale Europea, che ha mantenuto il costo del denaro a livelli minimi, il mercato ha costantemente mostrato bassissimi tassi di interesse, conducendo gli investitori a cercare attività che presentino più alti rendimenti. La forza congiunta di questi due fattori ha fatto sì che il rapporto tra titoli mobiliari e debiti finanziari sia giunto al 12% a fine 2014, percentuale quasi doppia rispetto a quella rilevata precedentemente alla crisi e sostanzialmente in linea con la media europea.

Dal un lato, quindi, assistiamo a una riduzione dello *stock* di prestiti bancari e, dall'altro, le emissioni obbligazionarie lorde da parte di imprese e intermediari finanziari non bancari si mantengono al di sopra dei 40 miliardi all'anno, molto al di sopra della media del quinquennio precedente (2005-2009) pari a 23 miliardi di euro. Le obbligazioni *corporate*, costituiscono una parte via via più significativa dei titoli di debito diverse da quelle statali, venendo a crollare le emissioni lorde annuali delle obbligazioni bancarie a poco più di 100 miliardi nel 2015, contro i 312 miliardi emessi del 2011<sup>71</sup>.

---

<sup>71</sup>OSSERVATORIO MINI-BOND, *I Report italiano sui Mini-Bond*, 2015, 17.

Uno studio<sup>72</sup> ha analizzato le emissioni di obbligazioni societarie dal 2002 al 2013, e ha evidenziato come, in generale, durante la crisi, i volumi sono significativamente aumentati rispetto al periodo precedente (Figura 9). Nonostante tale incremento, il numero di emissioni si è fortemente abbassato dal 2008: da circa 185 all'anno tra il 2002-2008 a 130 tra il 2009 e il 2013.

Comunque, è rilevante notare che l'andamento dei volumi delle emissioni cambia notevolmente a seconda che l'emittente sia una impresa di grandi dimensioni ovvero una PMI. Durante la crisi, le prime, godendo della combinazione favorevole di fattori sopra richiamata, hanno aumentato le emissioni, collocando i titoli su mercati internazionali, laddove le seconde hanno ridotto significativamente le emissioni, collocando i titoli esclusivamente su mercati domestici.

Pertanto, se possiamo dire che, nella misura di cui abbiamo dato conto, dal lato della domanda, si è oggettivamente verificato uno spostamento dal circuito bancario a quello del mercato dei capitali, ciò è stato possibile esclusivamente per le imprese di grandi dimensioni, non anche per le PMI, che, data la fragilità finanziaria che le caratterizza ed essendo esse stesse le imprese più colpite dalla stretta creditizia, avrebbero maggiormente necessitato di avere accesso a tale forma alternativa di raccolta di capitali. Il fenomeno di disintermediazione si è quindi verificato soltanto in riferimento ad un segmento della domanda rappresentato da imprese dotate di una stabilità strutturale tale da poter affrontare i costi connessi a tale scelta alternativa.

---

<sup>72</sup>M. ACCORNERO, P. FINALDI RUSSO, G. GUAZZAROTTI, V. NIGRO, *First-time corporate bond issuers in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, 2015, 269.

Tale situazione si riscontra non soltanto in Italia, ma riflette una tendenza europea: nel 2013, soltanto il 5% delle PMI di tutta Europa avevano fatto ricorso al mercato del capitale di rischio e, soltanto il 2% a quello di debito<sup>73</sup>.

Infatti, i fattori che hanno disincentivato le PMI a ricorrere al mercato obbligazionario sono diversi: le obbligazioni emesse da tali imprese risultano poco attraenti per gli investitori istituzionali in quanto caratterizzate da scarsa liquidità e alto rischio di credito; le PMI, inoltre, sono riluttanti ad affrontare gli alti costi implicati dall'accesso al mercato, soprattutto in termini di trasparenza nonché connessi ad uno sfavorevole assetto regolamentare.

Proprio a fronte di tale disequilibrio, il legislatore ha deciso di intervenire per favorire e agevolare il ricorso delle PMI al mercato di capitali eliminando o, comunque, diminuendo gli ostacoli normativi e cercando di sterilizzare le condizioni all'accesso ai diversi canali di raccolta di capitale. Come approfondiremo, con l'intervento, a partire dal Decreto Sviluppo introdotto nel 2012, di diversi interventi legislativi, si offre la possibilità alle società non quotate di accedere al mercato dei capitali di debito a condizioni più favorevoli, sia sul piano civilistico che fiscale.

Nel corso del 2014, l'ammontare delle emissioni lorde di obbligazioni da parte di società non bancarie è stato del 30% superiore rispetto alla media rilevata tra il 2002 e il 2008. Dato rilevante, che analizzeremo in seguito nel merito, è che molte delle imprese

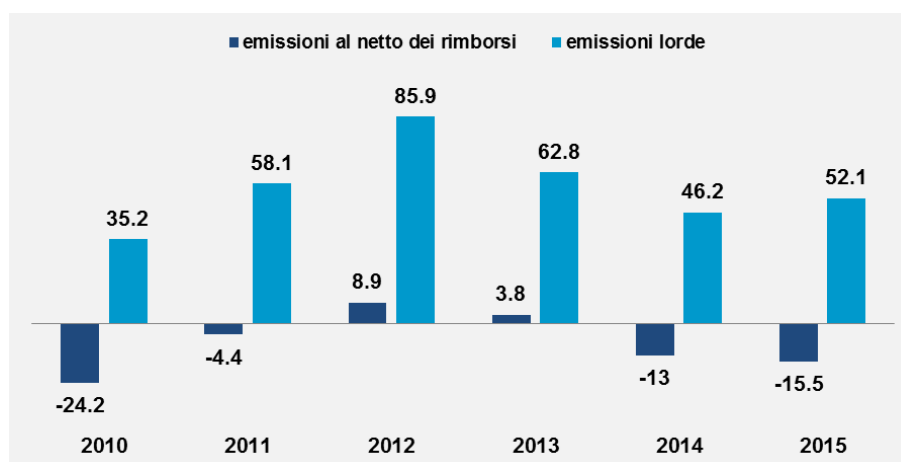
---

<sup>73</sup>D. PETERHOFF, J. ROMEO, P. CALVEY, *Towards Better Capital Markets Solutions For Sme Financing*, Oliver Wyman Financial Services Publishing, 2014, 5 che rimanda a dati BANCA CENTRALE EUROPEA, *BCE funding survey*, 2012.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

emittenti sono PMI<sup>74</sup>, grazie, appunto agli interventi legislativi richiamati<sup>75</sup>.

Il volume delle emissioni obbligazionarie lorde di fonte societaria è, nel 2015, ulteriormente aumentato, toccando i 30 miliardi, *trend* che si è confermato nel 2016<sup>76</sup>.



**Figura 9. Emissioni obbligazionarie di imprese italiane non bancarie dal 2010 al 2015 in miliardi di Euro. Fonte: Rielaborazione da dati BANCA D'ITALIA.**

Indubbiamente, l'estensione del programma di acquisto di titoli da parte delle Banca Centrale Europea a quelli delle società non bancarie ha influito positivamente sulle condizioni di mercato. In generale, però, il ricorso al mercato obbligazionario sconta, da un lato, l'ancora incerta ripresa economica, dall'altro, il graduale miglioramento delle condizioni del credito derivante dal circuito

<sup>74</sup> Sebbene, come approfondiremo nel Capitolo III, §2.2, i volumi emessi dalle PMI sono di molto inferiori a quelli delle imprese di grandi dimensioni che rappresentano, comunque, i attori protagonisti dal lato dell'offerta, anche solo nel segmento dei minibond.

<sup>75</sup> OSSERVATORIO MINI-BOND, *Il Report italiano sui Mini-Bond*, 2016.

<sup>76</sup> BANCA D'ITALIA, *Bollettino economico*, 4, 2016, 40.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.



bancario, nonché l'insufficiente domanda dei titoli emessi da società italiane da parte degli investitori istituzionali, frenata anche dall'ancora limitato sviluppo di intermediari specializzati nell'investimento in strumenti finanziari di debito, quali i fondi di *private debt*<sup>77</sup>.

### **3.2 Gli interventi normativi in materia di minibond e cambiali finanziarie**

Come abbiamo accennato, di fronte all'inasprimento delle condizioni di accesso al credito bancario e alla grave difficoltà affrontate dalle imprese italiane, ed in particolare dalle PMI, nel reperimento di risorse finanziarie alternative, il legislatore nazionale ha previsto numerose misure a partire dal 2012: il D.L. 83/2012 ("Decreto Sviluppo"), convertito dalla l. 134/2012, il D.L. 145/2013 ("Decreto Destinazione Italia"), convertito dalla l. 9/2014, e il D.L. 91/2014, ("Decreto Competitività") convertito dalla l. 116/2014.

La finalità di tali interventi normativi è stata quella di modificare la disciplina esistente in materia di obbligazioni e cambiali finanziarie in modo tale da rendere l'utilizzo di tali strumenti di finanziamento fruibile anche a società non quotate<sup>78</sup>.

---

<sup>77</sup>BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale 2015*, cit., 70.

<sup>78</sup> «Può, in via preliminare, osservarsi come nella pubblicistica (risultata quanto mai copiosa sul tema d'attualità e un po' esotico dei minibond) e tra i primi commentatori pare di cogliersi una diffusa (ma, forse, non del tutto ingiustificata, visto il tenore della norma) incomprendimento del contenuto e della reale portata dell'intervento normativo. Esso, infatti, è stato per lo più salutato come finalizzato ad introdurre dei "nuovi" strumenti - lasciando quindi intendere che prima fossero indisponibili agli operatori - che avrebbero avuto il pregio di potenziare le modalità di accesso a nuove fonti di finanziamento, i c.d. minibond appunto. All'osservatore appena un po' più esperto balzava subito all'occhio, però, che al di là del nome

In effetti, le misure adottate dal legislatore non hanno introdotto fonti di finanziamento innovative, in quanto i titoli di debito sono, come abbiamo analizzato nel precedente paragrafo, da tempo risalente, utilizzati dalle società italiane.

Come specificato, però, l'emissione di tali strumenti è tradizionalmente non sufficiente a rappresentare un canale di finanziamento effettivamente alternativo a quello bancario. Infatti, le imprese che, fino all'intervento normativo in esame, si avvicinavano al mercato del capitale di debito erano esclusivamente società per azioni quotate o, comunque, di grandi dimensioni, e, in ogni caso, le obbligazioni non hanno mai rappresentato un porzione significativa del passivo neanche di tali società rispetto a debito bancario.

Gli interventi normativi richiamati hanno quindi provveduto a parificare, o quantomeno avvicinare in modo significativo, il regime fiscale e civilistico applicabile ai titoli di debito a medio-lungo termine (c.d. minibond) e a breve termine (cambiali finanziarie) emessi da società non quotate a quello più favorevole previsto per le società quotate.

---

*accattivante in un approccio di marketing normativo, di null'altro si trattava che di strumenti già ben noti e disciplinati e dunque ben disponibili ad ogni società mittente, quotata o meno. La novità era (semmai e dunque) da individuarsi esclusivamente in alcuni profili di trattamento contabile e fiscale, con finalità incentivante, certamente condivisibile. La questione richiede dunque d'esser trattata in via preliminare con una certa attenzione. Secondo una iniziale e "istituzionale" impostazione - ripresa perlopiù acriticamente dai primi commentatori - ci ritoveremmo senza alcun dubbio innanzi ad una tipizzazione di portata civilistica» così: P. CARRIÈRE, I minibond e le "nuove" obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico, in *Le società*, 2, 2014, 187.*

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

## **CAPITOLO II**

### **Accessibilità delle società chiuse al mercato del capitale di debito: recenti interventi normativi in materia**

**SOMMARIO:** 1. Il Decreto Sviluppo; - 1.1. La modifica ai limiti all'emissione di obbligazioni; - 1.2. Obbligazioni subordinate e partecipative; - 1.3. Le cambiali finanziarie; - 1.3.1 Elementi fondamentali dell'istituto; - 1.3.2 Mercato delle cambiali finanziarie; - 1.3.3 Le novità introdotte dal Decreto Sviluppo in materia di cambiali finanziarie; - 1.4. Il Regime fiscale; - 1.4.1 Regime fiscale degli interessi per i sottoscrittori; - 1.4.2 Regime fiscale degli interessi passivi in capo agli emittenti; - 1.4.3 Regime fiscale degli interessi derivanti da obbligazioni partecipative e subordinate; - 1.4.4 Regime dell'imposta di bollo sulle cambiali finanziarie dematerializzate ; - 1.4.5 Deducibilità delle spese di emissione; - 2. Decreto Destinazione Italia; - 2.1. Il regime fiscale delle garanzie prestate in relazione all'emissione di Minibond; - 2.2. Il Fondo di garanzia per le PMI; - 2.3. Le modifiche introdotte in materia di ritenuta sugli interessi delle obbligazioni e titoli di debito non quotati corrisposti a OICVM; - 2.4. Modifiche alla l. 130/1999; - 2.5. Ammissione dei minibond e dei titoli emessi nell'ambito di cartolarizzazioni di minibond a copertura delle riserve tecniche assicurative; - 3. Il Decreto Competitività; - 3.1. Misure a favore delle emissioni di obbligazioni societarie; - 3.2. Misure a favore del credito alle imprese; - 3.2.1. I fondi comuni d'investimento chiusi; - 3.2.2. Le imprese di assicurazione; - 3.2.3. Le società di cartolarizzazione.

## **1. Il Decreto Sviluppo**

Come sottolineato nel primo capitolo, le PMI incontrano storicamente maggiori difficoltà nell'accesso a fonti di finanziamento alternativo, soprattutto in riferimento all'accesso ai mercati di capitali, risultando questi più agevolmente accessibili dalle imprese di grandi dimensioni, che possono garantire un profilo creditizio più stabile nonché affrontare i costi relativi con maggiore facilità.

Oltre agli altissimi costi di accesso al mercato, il limitato ricorso al mercato dei capitali è conseguito anche a una regolamentazione civilistica e fiscale, fino a pochi anni fa, fortemente penalizzante. In particolare, sebbene la riforma del diritto societario (d.lgs. 3/2003) abbia ampliato la gamma dei titoli di debito a disposizione delle imprese, le limitazioni patrimoniali all'indebitamento, gli adempimenti amministrativi nonché il regime fiscale, hanno implicato l'effettivo ricorso all'emissione esclusivamente per le società quotate e per le istituzioni bancarie.

Recentemente il legislatore è intervenuto a ridurre tale disparità: il Decreto Sviluppo, il Decreto Destinazione Italia e il Decreto Competitività hanno introdotto una serie di norme volte a rendere effettive forme di finanziamento alternative al credito bancario, mirando, in particolare, ad agevolare l'accesso al mercato dei capitali di debito per le società di capitali non quotate, avendo in mente la situazione di difficoltà riguardante in particolare modo le PMI.

Il Decreto Sviluppo ha inciso sul regime previsto per le società di capitali che non emettono strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione (escluse le

banche e le micro-imprese<sup>79</sup>) relativo all'emissione di strumenti finanziari di debito a breve (cambiali finanziarie) e medio - lungo termine (c.d. minibond). Anche le S.r.l. possono emettere tali strumenti a condizione che lo statuto preveda la possibilità di emettere titoli di debito ex art. 2483 c.c.

Non si è, comunque, trattato di introdurre forme innovative di finanziamento ma, piuttosto, di creare condizioni normative affinché anche le società non quotate possano usufruire di istituti già in precedenza tipizzati dal legislatore a pari condizioni rispetto a quelle quotate.

### **1.1. La modifica ai limiti all'emissione di obbligazioni**

La modifica più rilevante introdotta dal Decreto Sviluppo in materia civilistica è quella che ha inciso sul regime dei limiti previsti dal diritto comune all'emissione di obbligazioni.

L'art. 32, comma 26, del Decreto Sviluppo, ha modificato il comma 5 dell'art. 2412 c.c. che prevede i casi di non applicabilità del limite legale di indebitamento, previsto al primo comma dello stesso articolo, consistente nel doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili.

La versione previgente della disposizione prevedeva l'inapplicabilità del limite all'emissione di obbligazioni esclusivamente per le società con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati.

---

<sup>79</sup> Le micro-imprese sono imprese con meno di dieci dipendenti con fatturato o totale di bilancio annuo non superiore a due milioni di euro. Tali parametri sono definiti dalla Raccomandazione 2003/361/CE.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

Il comma 5 dell'art. 2412 c.c., viene ora, quindi, ad ammettere la possibilità di emettere obbligazioni per ammontare superiore al doppio del patrimonio netto anche alle società non quotate che *«emettono obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni»*.

Con tale modifica, si amplia l'ambito di applicazione del comma 5 dell'art. 2412, in particolare estendendo la categoria di soggetti che possono ricorrere alle casistiche di esenzione al limite di indebitamento, nonché le specie di obbligazioni non concorrenti al calcolo dallo stesso limite.

In particolare, quanto ai requisiti soggettivi, non si fa più riferimento alle società quotate, divenendo quindi indifferente che l'emittente sia o meno con azioni quotate in mercati regolamentati; quanto ai requisiti oggettivi, il limite di cui al 1° comma viene a disapplicarsi, oltre al caso delle obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati, anche alle obbligazioni quotate in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero che diano il diritto di acquisire o sottoscrivere azioni (obbligazioni convertibili).

Se, in base alla versione previgente, si ammetteva il superamento del limite di cui al primo comma solo subordinatamente a che sia l'emittente che l'emissione obbligazionaria fossero quotati su mercati regolamentati e quindi, entrambi fossero oggetto del controllo da parte delle autorità preposte a vigilare sugli stessi<sup>80</sup>, il comma 5, risultante dalle modifiche introdotte dal Decreto Sviluppo, invece,

---

<sup>80</sup> Relazione illustrativa alla Riforma del diritto societario, di cui al d.lgs. 6/2003, *«Per le società, invece, le cui azioni sono negoziate in mercati regolamentati, esistendo il controllo del mercato, si è ritenuto di non stabilire alcun limite, a condizione, ovviamente, che destinate alla quotazione siano anche le obbligazioni»*.

richiede la “*garanzia*” della quotazione esclusivamente in riferimento all'emissione<sup>81</sup>.

Inoltre, il riferimento a obbligazioni che siano “*destinate ad essere quotate*”, implica che la deroga possa applicarsi anche qualora la quotazione avvenga successivamente non solo alla delibera di emissione ma anche alla stessa emissione<sup>82</sup>, essendo sufficiente che la destinazione a quotazione sia chiaramente caratterizzante le obbligazioni emittende già al momento della delibera di emissione (ad esempio, ponendo la quotazione come condizione risolutiva dell'emissione<sup>83</sup>) e che l'emittente faccia quanto possibile per accedere alla quotazione<sup>84</sup>.

---

<sup>81</sup>CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, *Le modifiche ai limiti all'emissione del prestito obbligazionario (il nuovo comma 5 dell'art. 2412 c.c.)*, Studio n. 143-2014/I, 2014, 4 “*perché se la ratio è quella di considerare sufficiente per la tutela dei sottoscrittori la capacità del mercato di valutare selettivamente le caratteristiche degli strumenti finanziari oggetto di sollecitazione sulla base degli obblighi informativi (ex artt. 113 e ss., T.U.F.), e di trasparenza imposti dalla legislazione speciale (11), sembrerebbe che il legislatore abbia ritenuto pleonastico duplicare tale controllo oltre che sul prestito anche sul soggetto emittente*”.

<sup>82</sup>A. GIANNELLI, *Art. 2412*, in *Obbligazioni - Bilancio*, a cura di M. Notari e L.A. Bianchi, Commentario alla riforma delle società diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, 2006, 117; L. BENVENUTO, *Azioni, obbligazioni, strumenti finanziari*, 2011, 210.

<sup>83</sup> S. LUONI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari. Titoli di debito nelle società di capitali*, Bologna, 2010, 191, nt. 59.

<sup>84</sup> M. ONZA, *sub art. 2412*, in N. Abriani – M. Stella Richter Jr., *Codice commentato delle società*, 2010, 1391; A. GIANNELLI, *Limiti all'emissione, art. 2412*, cit., 119 ss., che chiarifica come «*le condizioni in presenza delle quali i commi 1 e 2 risultano disapplicati devono sussistere al momento in cui i titoli obbligazionari vengono ad esistenza e non possono quindi essere integrati in una fase successiva [...] non è possibile che obbligazioni non quotate (né destinate a quotazione), originariamente emesse nel limite di cui al comma 1, siano successivamente espunte*

Nel caso in cui non si proceda alla quotazione, nonostante delibera di emissione con destinazione a quotazione, ovvero le obbligazioni vengano *delistate*, si applica in via analogia il comma 2 dell'art. 2413 cc. in base al quale «*non possono distribuirsi utili sinché l'ammontare del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili non eguagli la metà dell'ammontare delle obbligazioni in circolazione*»<sup>85</sup>.

Il nuovo comma 5, oltre al caso appena analizzato dell'emissione destinata a quotazione, prevede che il limite all'emissione di cui al 1° comma non si applichi anche nel caso in cui l'emissione abbia ad oggetto obbligazioni convertibili.

Tale deroga trova la sua *ratio* in una funzione incentivante per gli obbligazionisti a partecipare al capitale di rischio tramite la conversione. Inoltre, si tratta, non solo di obbligazioni che attribuiscono il diritto di acquistare o sottoscrivere azioni della stessa emittente delle obbligazioni, ma anche di azioni emesse da altra società per azioni.

Anche precedentemente all'entrata in vigore del Decreto Sviluppo, l'applicazione dell'art. 2412 c.c. all'emissione del prestito

---

*dal calcolo di tale limite ("liberando spazio" per nuove emissioni non quotate), a seguito della sopravvenuta quotazione dei titoli, in quanto la quotazione medesima non costituiva elemento essenziale del prestito sin dal momento della delibera di emissione. Inoltre, per le obbligazioni emesse in eccedenza rispetto al limite generale ai sensi del comma 2, la sopravvenuta quotazione non potrà "sanare" la responsabilità degli investitori professionali primi sottoscrittori che le abbiano trasferite a soggetti non altrettanto qualificati»; ASSONIME, Circolare n. 39 del 16 dicembre 2013, 32.*

<sup>85</sup> A. GIANNELLI, cit., 119; M. ONZA, cit., 1392; R. CAVALLO BORGIA, *Delle Obbligazioni*, in Commentario del codice civile Scialoja - Branca, a cura di F. Galgano, Bologna - Roma, 2005, 109.



convertibile era pacificamente ammessa in dottrina<sup>86</sup>, a condizione che, in occasione di emissione di obbligazioni convertibili, il limite quantitativo all'indebitamento fosse calcolato sul capitale versato e non su quello sottoscritto (l'art.2420-*bis* c.c. subordina, infatti, l'emissione al versamento integrale). Dacché il limite all'indebitamento può essere, in base alla nuova formulazione del comma 5, disapplicato proprio nel caso di obbligazioni convertibili, il ricorso a tali strumenti finanziari viene ancor più incentivato e facilitato.

Da ultimo, tale disposizione è applicabile anche ai cosiddetti *reverse convertibles*<sup>87</sup>, cioè a strumenti finanziari di debito convertibili in azioni su esercizio di un'opzione da parte della società emittente, o alla scadenza del titolo stesso ovvero ancora, conseguentemente al superamento di parametri o indici di riferimento come prefissati dal titolo. Infatti, sebbene parte della dottrina<sup>88</sup> escluda

---

<sup>86</sup> M. ONZA, cit., 1432

<sup>87</sup> Si tratta di strumenti finanziari riconducibili al *genus* delle obbligazioni strutturate, che «*prevedono la corresponsione di un tasso di interesse fisso ed incorporano un'opzione a favore dell'emittente che dà la facoltà a quest'ultimo di rimborsare alla scadenza il capitale (...) mediante la consegna fisica di un predefinito numero di azioni di una società terza*», BANCA D'ITALIA, *Manuale per la compilazione della matrice dei conti*, 15° aggiornamento, 2002.cit. in A. GIANNELLI, *Obbligazioni convertibili in azioni, art. 2420-bis*, cit., 74, citato a sua volta da CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, *Le modifiche ai limiti all'emissione del prestito obbligazionario (il nuovo comma 5 dell'art. 2412 c.c.)*, cit. nt. 21.

<sup>88</sup> Poiché l'opzione di conversione spetta alla società emittente e di regola ha per oggetto azioni di una società terza già emesse, si ritiene che ai *reverse convertible* non si applichino gli artt. 2420-bis e 2420-ter, c.c., e che, quindi, non assumano rilevanza le disposizioni dell'art. 2420-bis che si occupano dell'aumento di capitale a servizio della conversione e neppure quelle volte a tutelare la portata e il contenuto del diritto di conversione dell'obbligazionista (qui assente), cfr. CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, *Le modifiche ai limiti all'emissione del prestito*

che tali strumenti rappresentino una *species* del *genus* obbligazioni convertibili, in quanto l'entità del rimborso non dipende dall'andamento economico della società emittente e l'art. 2411 c.c., al comma 3, delimita la sfera di applicabilità della sezione contenente la disciplina relativa alle obbligazioni convertibili esclusivamente «*strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società*»<sup>89</sup>, proprio in virtù dell'applicabilità della disposizione appena citata in conseguenza dell'esercizio della facoltà da parte dell'emittente di convertire il prestito in azioni, che tendenzialmente avverrà tenendo conto, *inter alia*, dell'andamento economico della società, si può invece dedurre l'applicabilità dell'art. 2412 c.c. anche ai *reverse convertibles*<sup>90</sup>.

## 1.2. Obbligazioni subordinate e partecipative

La Riforma del diritto societario del 2003 ha ampliato le categorie obbligazionarie a cui possono far ricorso le società di capitali, introducendo due nuove fattispecie all'art. 2411. In particolare, il legislatore ha previsto, al 1° comma, la possibilità che il diritto degli obbligazionisti alla restituzione del capitale e degli interessi sia subordinato alla previa soddisfazione di altri creditori

---

*obbligazionario*, cit. 8, che richiama A. GIANNELLI, *Obbligazioni convertibili in azioni, art. 2420-bis*, cit., 266). Sia pure attraverso un diverso percorso argomentativo, colloca i *reverse convertible* al di fuori della disciplina delle obbligazioni anche DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, in Tratt. Rescigno, 16, Torino, 2011, 328 ss.

<sup>89</sup>A. GIANNELLI, cit., 76.

<sup>90</sup>CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, *Le modifiche ai limiti all'emissione del prestito obbligazionario*, cit., 8.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

della società (obbligazioni subordinate), e, al comma 2, che i tempi e entità del pagamento degli interessi possano variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società (obbligazioni indicizzate).

Il Decreto Sviluppo, pur all'apparenza volendo introdurre “nuovi strumenti finanziari per le imprese” (così è rubricato il Capo II del Decreto), interviene, piuttosto, a specificare elementi di fattispecie già tipizzate a livello di diritto comune in riferimento anche, appunto, alle obbligazioni subordinate e partecipative, peraltro, come vedremo, creando problematiche esegetiche e di coordinamento sistematico non semplici da affrontare per l'interprete.

Infatti, la disposizione di cui all'art. 2411 c.c., lascia la determinazione delle caratteristiche delle obbligazioni subordinate e indicizzate, qualunque sia il tipo di società emittente, all'autonomia negoziale, (non entrando nel merito, né ponendo limiti circa il grado di subordinazione, o dell'entità della subordinazione, la determinazione dei parametri di indicizzazione, la declinazione della misura della variazione dei tempi e dell'entità della corresponsione degli interessi ecc.). Il legislatore del Decreto, quindi, interviene a porre dei parametri e dei limiti allo statuto delle clausole apponibili nell'ambito dello statuto contrattuale di tali titoli.

In primo luogo, è utile delimitare la sfera applicativa della nuova disciplina: all'art. 32 del Decreto, al comma 19, si specifica che *«Le obbligazioni emesse da società non emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, diverse dalle banche e dalle micro-imprese [...] possono prevedere clausole di partecipazione agli utili d'impresa e di subordinazione, purché con scadenza iniziale uguale o superiore a trentasei mesi»*.

La lettera della norma implica che alle imprese societarie che abbiano azioni quotate, le banche e le micro-imprese, non sia consentito emettere obbligazioni subordinate e partecipative in base alle disposizioni del Decreto Sviluppo, ossia obbligazioni che prevedono clausole di partecipazione agli utili d'impresa e clausole di subordinazione, che godano del particolare regime che di seguito analizzeremo. Essere rimangono fuori dall'ambito applicativo del Decreto Sviluppo, rientrando nella sfera applicativa delle norme di diritto comune, per altro, entro i limiti ben più ampi della disposizione di cui all'art. 2411c.c.<sup>91</sup>.

Quanto alle più specifiche caratteristiche introdotte dal Decreto Sviluppo, appare chiaro l'intento del legislatore di delimitare in modo – forse, eccessivamente – restrittivo l'ambito entro il quale le imprese suddette possono emettere obbligazioni subordinate e partecipative.

*In primis*, il legislatore richiede che entrambe<sup>92</sup> le tipologie obbligazionarie in analisi debbano avere scadenza iniziale uguale o superiore a trentasei mesi.

La clausola di subordinazione, come specificato al comma 20 dello stesso articolo, “*definisce i termini di postergazione del portatore del titolo ai diritti degli altri creditori della società ad eccezione dei sottoscrittori del solo capitale sociale*”, così, delineando contenuto e natura della clausola di subordinazione, richiamando quanto già previsto all'art. 2411, 1° comma, c.c.

Inoltre, si prevede che alle società emittenti titoli subordinati si applica l'art. 2435 c.c.; specificazione sostanzialmente ridondante in

---

<sup>91</sup>ASSONIME, *Circolare n. 39 del 16 dicembre 2013*.

<sup>92</sup>*Contra* P. CARRIÈRE, *I minibond e le “nuove” obbligazioni partecipative*, cit., p. 196; Conformemente, A. BOMPANI, E. CATELANI, *Project Bond & Commercial Paper*, FrancoAngeli, 2012, 90; G. D'ANGELO, *Obbligazioni partecipative: utile deducibile dal reddito*, in *Norme e Tributi*, 15 gennaio 2013,

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

quanto non pare potersi paventare dubbio circa l'applicabilità di tale norma alla fattispecie in esame<sup>93</sup>.

Il legislatore, inoltre, creando non banali dubbi interpretativi oltre che, più in generale, problemi di coesione del sistema, specifica che le emissioni di obbligazioni subordinate, quale *species* del *genus* delle emissioni obbligazionarie, devono osservare i limiti massimi fissati dalla legge. Ebbene, tale specificazione si pone in aperto contrasto logico con il nuovo comma 5 dell'art. 2412 c.c. che, come argomentato ampiamente nel paragrafo precedente, prevede la disapplicazione dei limiti all'emissione, alle obbligazioni (anche subordinate o di qualsiasi specie) destinate alla quotazione.

Quanto invece alle obbligazioni partecipative, il Decreto Sviluppo, pur nell'intento di definire più puntualmente la fattispecie, crea dei problemi interpretativi che confliggono con il sistema creato dalla Riforma del 2003.

Il legislatore del Decreto, infatti, definisce le obbligazioni partecipative come «obbligazioni che prevedano clausole di partecipazione agli utili d'impresa».

Il sistema scaturito dalla Riforma del 2003, per quanto abbia ampliato le categorie di strumenti finanziari, annoverando anche strumenti c.d. ibridi, non arriva a mutare la tradizionale distinzione tra azione e obbligazione fondata sulla causa rispettivamente di rischio ovvero di mutuo.

---

<sup>93</sup>V. CANALINI, *Strumenti finanziari partecipativi e "nuovi" canali di finanziamento delle società per azioni*, 2014, Tesi Dottorato di Ricerca presso Alma Mater Studiorum – Università di Bologna, 185, che aggiunge «D'altro canto non appare in alcun modo possibile ritenere, a contrario, che alle obbligazioni diverse da quelle con clausole di subordinazione, quali ad esempio quelle partecipative, o più semplicemente obbligazioni "ordinarie" o privilegiate, non si debbano applicare le norme sopra menzionate».

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

Accostare la fattispecie obbligazionaria alla partecipazione agli utili d'impresa implica una contraddizione in termini, in quanto implicanti elementi costitutivi afferenti a casi non sovrapponibili.

Alcuni autori, ritengono che tali obbligazioni siano associabili alle azioni e agli strumenti finanziari partecipativi in quanto aventi comune causa partecipativa<sup>94</sup>.

Appare, però, difficile riportare tali “nuove” obbligazioni partecipative agli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, ult. comma, c.c.) e non (art. 2411, comma 3, c.c.). Invero, la fattispecie obbligazionaria prevista all'art. 2411, comma 2, si riferisce alla “parametrazione” in riferimento alla remunerazione dell'investimento: qualora per “partecipazione agli utili” si intendesse come indicazione del meccanismo di parametrazione al risultato economico dell'impresa, allora la fattispecie sarebbe pienamente riconducibile a tale schema obbligazionario.

Laddove, invece, per “*partecipazione agli utili*” si intendesse una attribuzione di diritti patrimoniali scaturenti da un rapporto di natura societaria, cioè propri dello *status* di socio, si tratterebbe di una contraddizione insanabile proprio per la diversa causa, ontologicamente contrapposta o, comunque, non cumulabile, tra fattispecie obbligazionaria e diritto all'utile.

La prima opzione sembra preferibile, *in primis*, perché compatibile con il sistema codicistico, e perché pare essere confermata dalla Relazione Illustrativa al Decreto Sviluppo, che specifica opportunamente che «*la clausola di partecipazione regola la parte del corrispettivo spettante al portatore del titolo obbligazionario, commisurandola al risultato economico dell'impresa emittente*».

---

<sup>94</sup> A. GIANNELLI, *Obbligazioni ibride (Le), Tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, 2013, Egea, 97 ss.

A corroborare tale ricostruzione esegetica, concorrono altre disposizioni contenute nello stesso art. 32. Il comma 21, dell'art. esplicita che «*la clausola di partecipazione regola la parte del corrispettivo spettante al portatore del titolo obbligazionario*», e prosegue indicando parametri per la determinazione del tasso di interesse riconosciuto al portatore del titolo.

In particolare, si viene a distinguere tra parte fissa e variabile del corrispettivo:

- la parte fissa non può essere inferiore al Tasso Ufficiale di Riferimento *pro tempore* vigente (comma 20);
- la parte variabile è calcolata in base a quanto previsto all'atto di emissione; le regole di calcolo non possono essere modificate per la durata dell'emissione, sono dipendenti da elementi soggettivi e non possono discendere da deliberazioni societarie assunte in ciascun esercizio di competenza (comma 21).

In ogni caso, il comma 23, facendo eco alla disposizione codicistica richiamata, sottolinea che la variabilità del corrispettivo non può mai riguardare il diritto al rimborso del capitale dell'emissione ma esclusivamente gli interessi.

D'altra parte, lo stesso articolo 32 contiene una disposizione sostanzialmente in contrasto con tale linea interpretativa<sup>95</sup>. In particolare, il comma 24, dispone che «*qualora l'emissione con clausole partecipative contempli anche la clausola di subordinazione e comporti il vincolo di non ridurre il capitale sociale se non nei limiti dei dividendi sull'utile dell'esercizio, la componente variabile del corrispettivo costituisce oggetto di specifico accantonamento per onere nel conto dei profitti e delle perdite della società emittente, rappresenta un costo e, ai fini dell'applicazione delle imposte sui*

---

<sup>95</sup>V. CANALINI, cit., 2014, 190.

*redditi, è computata in diminuzione del reddito dell'esercizio di competenza, a condizione che il corrispettivo non sia costituito esclusivamente da tale componente variabile. Ad ogni effetto di legge, gli utili netti annuali si considerano depurati da detta somma».*

La scelta di tale trattamento fiscale, come alcuni autori<sup>96</sup> hanno notato, costituirebbe una deroga all'art. 109, comma 9, TUIR, in applicazione del quale la remunerazione di tali titoli sarebbe dovuta essere assoggettata al trattamento previsto per gli utili, ovvero la non deducibilità.

Invero, potrebbe ritenersi che la norma abbia natura non derogatoria ma piuttosto esplicativa: cioè varrebbe a ribadire, in linea con l'esegesi sviluppata, la natura di interesse della parte variabile della remunerazione del titolo<sup>97</sup>.

Un'altra opzione interpretativa proposta dalla dottrina<sup>98</sup> è quella in base alla quale il trattamento fiscale incentivante si applicherebbe esclusivamente alle obbligazioni c.d. *rafforzate*, ovvero quelle obbligazioni che contengono sia la clausola di subordinazione che quella di partecipazione.

Tale interpretazione non ci sembra condivisibile perché la deroga avrebbe ragione di essere applicabile, non solo alle obbligazioni rafforzate, ma, *a fortiori*, alle altre tipologie di obbligazioni, ovverosia alle obbligazioni partecipative e a quelle subordinate: se la *ratio* della norma è quella di garantire un trattamento di *favor*, a fronte di una remunerazione che presenta dalle forti similitudini con quella relativa al capitale di rischio (perché, nondimeno, viene trattata come una componente di costo), ciò vale a

---

<sup>96</sup>A. GIANNELLI, cit., 107 ss.

<sup>97</sup>P. CARRIERE, cit., 194.

<sup>98</sup>P. CARRIERE, cit., 186.



maggior ragione per le obbligazioni subordinate e quelle partecipative la cui remunerazione presenta una componente di partecipazione meno forte.

Invero, il successivo comma 24-*bis*, introdotto successivamente dalla legge di conversione, l. 221/2012, sembra smentire la coerenza di tale ricostruzione esegetica in quanto prevede che «*la disposizione di cui al comma 24 si applica solamente ai titoli sottoscritti dagli investitori indicati nel comma 8*», quindi esclusivamente agli investitori qualificati<sup>99</sup>. Nel caso in cui tali obbligazioni non siano sottoscritte da tale categoria di investitori, tornerà applicabile la disciplina di cui all'art. 109, comma 9, TUIR.

Anche il comma 25 dello stesso art. 32, concorre a complicare ulteriormente il quadro esegetico, laddove prevede che alla parte variabile della remunerazione non si applica legge del 7 marzo 1996, n. 108, in materia di usura. Tale disposizione non si può comprendere se non considerando la parte variabile come partecipazione agli utili in senso stretto e non parametrata, come sopra prospettato. Altrimenti, dovrebbe ritenersi che, nonostante la parte variabile non rappresenti una forma di partecipazione agli utili ma si consideri vero e proprio interesse parametrato alla misura dell'utile realizzato, il legislatore abbia voluto congegnare un regime più favorevole per tali tipologie obbligazionarie - nonostante non faccia lo stesso rispetto a fattispecie del tutto similari.

---

<sup>99</sup>V. CANALINI, cit., 200.

### **1.3. Le cambiali finanziarie**

#### **1.3.1 Elementi fondamentali dell'istituto**

Il Decreto Sviluppo ha introdotto la possibilità per le società chiuse, diverse dalle banche e dalle micro-imprese, di emettere cambiali finanziarie in base ad un regime incentivante, modificando la preesistente disciplina prevista dalla l. 43/94<sup>100</sup>.

---

<sup>100</sup> L'intendimento dichiarato del legislatore è, infatti, quello di fornire strumenti che consentano alle imprese di far fronte alle esigenze di liquidità di breve/brevissimo periodo. Nel luglio 2011, la Commissione Finanze della Camera dei Deputati ha approvato il documento conclusivo dell'indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari volta ad approfondire le ragioni dello sviluppo, storicamente limitato in Italia di tali mercati, e le ricadute che tale condizione ha avuto sugli assetti complessivi del sistema imprenditoriale nazionale, sui suoi rapporti con il settore finanziario e creditizio, nonché sui modelli di sviluppo del capitalismo italiano. Tra uno strumento di finanziamento alternativo ai normali canali di approvvigionamento di capitale, utile per sostenere esigenze di liquidità stagionali ed altre necessità operative contingenti le proposte della Commissione viene posto specifico rilievo al mercato del debito, segnatamente si auspica l'ampliamento del *«panorama del mercato del debito, ad esempio rilanciando lo strumento delle cosiddette "carte commerciali" (commercial papers), anche attraverso la revisione della legge n. 43 del 1994, definendo le condizioni per rilanciare un mercato specifico sul quale negoziare tali titoli di debito, che sia in grado di assicurare la rigorosa tutela degli investitori, di consentire la conoscenza e trasparenza degli emittenti e di ridurre i costi di emissione»*. Le proposte scaturite da tale indagine sono state implementate dal Decreto Sviluppo e, infatti, come si evince dalla Relazione tecnica al d.l. 22 giugno 2012 n. 83, la novella sugli strumenti di finanziamento per le imprese intende semplificare ed integrare l'attuale ordinamento degli strumenti per il finanziamento dell'attività di impresa, consentendo in particolare la sollecitazione del mercato monetario e finanziario da parte della piccola e media impresa ampliando le opportunità di investimento degli operatori istituzionali nell'economia nazionale. L'obiettivo è allineare le opportunità finanziarie del sistema nazionale a quelle offerte dai più avanzati sistemi industriali

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

Le cambiali finanziarie sono degli strumenti finanziari di breve termine utilizzati per far confluire liquidità all'impresa e per finanziarie capitale circolante<sup>101</sup>.

La normativa che ha introdotto nell'ordinamento l'istituto della cambiale finanziaria si è declinata in un sintetico intervento a livello legislativo (l. 43/94), a cui si è accompagnato un corollario di provvedimenti delle *Authorities* tra i quali si annoverano, la delibera del CICR del 3 marzo 1994, il decreto del Ministro del Tesoro del 7 ottobre 1994, le Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia e la Comunicazione della Consob del 26 febbraio 1996, nonché altri provvedimenti finalizzati al recepimento della normativa comunitaria in materia<sup>102</sup>.

La legge introduttiva della cambiale finanziaria la equipara, per ogni effetto di legge, alla cambiale ordinaria<sup>103</sup>, a ciò conseguendo che

---

e finanziari europei. I primi commentatori hanno rilevato che, con l'intervento in oggetto, il policy maker ha eliminato limiti anacronistici e di difficile giustificazione nel contesto attuale, in cui la raccolta tramite obbligazioni o cambiali finanziarie è divenuta una fonte imprescindibile di provvista alternativa al sistema bancario. Cfr. L. SCIPIONE, *L'emissione di titoli a breve e medio/lungo termine: l'ampliamento delle opportunità di ricorso al debito per le società di medie e piccole dimensioni introdotte dal "decreto sviluppo" n. 83/2012*, *Innovazione e Diritto*, 6, 2012.

<sup>101</sup>G. MOLINARO, *Dal "decreto crescita" nuove opportunità di finanziamento per le imprese*, *Corriere tributario*, 29, 2012, 2212 ss.

<sup>102</sup>*Inter alia*: d.lgs. 23 luglio 1996 n. 415, in recepimento della direttiva comunitaria sui servizi di investimento, sostituito con il d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, modificato a sua volta dal d.lgs. 17 settembre 2007 n. 164 e dal d.lgs. 11 ottobre 2012 n. 184; d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37 intervenuto sull'art. 11 del d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385 in materia di raccolta del risparmio; delibera del CICR del 19 luglio 2005 n. 1058 e Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia del marzo 2007.

<sup>103</sup>Tale equiparazione non incide sulla qualificazione giuridica della fattispecie ma esclusivamente sulla disciplina applicabile. Cfr. sul punto L. MARRONI, *Verso un mercato delle cambiali finanziarie*, *Giurisprudenza Commerciale*, fasc.5, 2015, 853

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

la relativa disciplina sia integralmente applicabile alle cambiali finanziarie. Si configura come una vaglia o pagherò cambiario, contenente una promessa incondizionata di pagamento di una somma di denaro da parte dell'emittente; è, quindi, un titolo di credito all'ordine e circola mediante girata.

Data l'ontologica funzione di finanziamento della cambiale finanziaria, la disciplina prevede alcuni elementi divergenti rispetto alla struttura del vaglia cambiario. *In primis*, la cambiale finanziaria è un titolo emesso in serie e rappresenta una frazione di un'operazione di finanziamento. Inoltre, la cambiale finanziaria può essere girata esclusivamente se non provvista di garanzia<sup>104</sup> (“*unsecured*”), laddove la garanzia cartolare del girante è uno degli elementi tendenzialmente caratterizzanti la fattispecie del vaglia cambiario (sebbene non necessario, in quanto può essere escluso ex art. 19, l. camb.): il girante, pertanto, non ha responsabilità rispetto all'inadempimento eventuale del debitore. Tale clausola c.d. “senza garanzia” rappresenta un incentivo per gli investitori in quanto insensibili alle vicende relative all'inadempimento dell'emittente.

---

che richiama G. CAPO, *Le cambiali finanziarie*, in *La raccolta non bancaria del risparmio tra il pubblico*, a cura di Fauceglia, Torino, Giappichelli, 1996, 143; D. CATERINO, *Le cambiali finanziarie tra anomalie genetiche e difficoltà sistematiche*, in *Riv. soc.*, 1996, 1196; P. MASI, voce «*cambiale finanziaria*», in *Enc. giur.* Treccani, Roma, Istituto dell'Enciclopedia Italiana, 1995, 5. Così, sempre, L. MARRONI, cit., «*Del resto a sottolineare la distanza tra cambiale finanziaria e cambiale ordinaria è la circostanza che, nella fattispecie in esame, risulta un'inversione della funzione tradizionale della cambiale, per la quale l'emissione del titolo si pone in un momento temporalmente e logicamente antecedente, e non invece conseguente, all'insorgere del sottostante rapporto debitorio di «restituzione»*» così, sempre, L. MARRONI, cit.

<sup>104</sup> art. 1, comma, 2, l. 43/1994.

Altro connotato della cambiale finanziaria è quello per il quale le emissioni non possono superare i limiti previsti dalle emissioni obbligazionarie.

In generale, lo statuto della cambiale finanziaria non pare essere ascrivibile al modello del vaglia finanziario, ma piuttosto sembra allontanarsene così da perdere, almeno in qualche misura, la sussumibilità sotto la fattispecie del titolo di credito. La disciplina è andata adattandosi alla complessità del mercato finanziario e la cambiale finanziaria a connotarsi più come strumento che come prodotto finanziario<sup>105</sup>.

### **1.3.2 Mercato delle cambiali finanziarie**

La disciplina delle cambiali finanziarie non ha rappresentato per le piccole e medie imprese un'effettiva fonte di finanziamento alternativa rispetto all'intermediazione bancaria.

---

<sup>105</sup>Sulle conseguenze della configurazione della cambiale finanziaria quale strumento L. MARRONI, cit., 3, specifica come ciò abbia «*conseguenze sulle ulteriori disposizioni applicabili. Si segnala a titolo esemplificativo che dalla configurazione della cambiale finanziaria come prodotto finanziario deriva, in caso di emissione che integri offerta al pubblico e fatte salve le esenzioni previste dalla Consob gli obblighi di preventiva comunicazione previsti dall'art. 94 t.u.f. e dal correlato Regolamento attuativo della Consob emanato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni. Inoltre, dalla connotazione della cambiale finanziaria come strumento finanziario, discende anche l'applicabilità dell'art. 119 t.u.b. con le conseguenti segnalazioni periodiche e consuntive sulla tipologia/quantità di strumenti finanziari emessi o offerti*» e rinvia a Urbani, voce «*la cambiale finanziaria*», in L. SALAMONE, P. SPADA, G.L. PELLIZZI, *Commentario breve al diritto delle cambiali, degli assegni e degli altri strumenti di credito e mezzi di pagamento*, 2014, 372.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

Invero, nella prassi, all'emissione di cambiali finanziarie hanno ricorso quasi esclusivamente società di grandi dimensioni<sup>106</sup>.

Inoltre, il volume delle emissioni è stato ben inferiore alle aspettative, a ciò non conseguendo, peraltro, neanche un'effettiva forma di disintermediazione bancaria ma piuttosto un rafforzarsi dei rapporti società emittenti - banca<sup>107</sup>.

La mancata diffusione delle cambiali finanziarie è stata ricondotta dalla dottrina principalmente a ragioni di natura normativa, derivanti in particolare da una disciplina secondaria fortemente disincentivante, in sostanziale contraddizione con l'*intentio legis*, della normativa di rango primario<sup>108</sup>.

Inoltre, per lungo tempo, le società non quotate potevano ricorrere all'emissione di cambiali finanziarie solo subordinatamente alla prestazione di una garanzia di valore non inferiore al 50% del valore dell'emissione<sup>109</sup>. Condizione, comunque, ritenuta dalla dottrina soltanto facoltativa in quanto la delibera CICR del 19 luglio 2005, pur prevedendo all'art. 5, comma 2, che *"l'identità del garante e l'ammontare della garanzia devono essere indicati sugli strumenti finanziari di raccolta"*, non menzionava alcuna indicazione specifica relativa alle cambiali finanziarie emesse da società non quotate<sup>110</sup>.

Infine, la natura non dematerializzata del titolo, rendeva le cambiali finanziarie difficilmente negoziabili e collocabili presso i mercati finanziari.

---

<sup>106</sup>L. SALAMONE, P. SPADA, G.L. PELLIZZI, op. cit. 242.

<sup>107</sup>E. MIGNARRI, *Cambiali finanziarie: la disciplina normativa e fiscale e la proposta di legge di modifica*, *Bancaria*, 58(7/8), 2002, 35-38.

<sup>108</sup>L. SALAMONE, P. SPADA, G.L. PELLIZZI, op. cit., 268 ss.

<sup>109</sup>Delibera CICR 3 marzo 1994, § 2; Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia 28 giugno 1995, § 3.1.

<sup>110</sup>L. SALAMONE, P. SPADA, G.L. PELLIZZI, op. cit.

La disciplina delle cambiali finanziarie è stata più volte oggetto di tentativi di novella<sup>111</sup> rimasti però infruttuosi; laddove sono state numerose le modifiche apportate alla disciplina dalla normativa secondaria. Invero, la normativa regolamentare sulle cambiali finanziarie si estende in modo tale da supplire all'asistematicità della l.43/1994<sup>112</sup>, pur non riuscendo a rimediare alle lacune che la prassi delle cambiali finanziarie ha presentato.

### **1.3.3 Le novità introdotte dal Decreto Sviluppo in materia di cambiali finanziarie**

Il legislatore è intervenuto, infine, a modificare l'istituto della cambiale finanziaria con il Decreto Sviluppo. In particolare, all'art. 32 dello stesso, si novella la disciplina al fine di agevolare l'utilizzo di tale strumento di raccolta di capitale di debito alternativo al canale bancario per le società non quotate.

L'intervento in esame, pertanto, non ha modificato la fattispecie della cambiale finanziaria nei suoi elementi sostanziali ma ha interessato la scadenza del titolo. La durata minima passa da tre mesi a un mese e quella massima da dodici a trentasei mesi. Da un lato, quindi, la normativa avvicina la durata a quella di simili strumenti di debito a breve termine affermatasi in altri ordinamenti e in generale

---

<sup>111</sup> In particolare, si fa riferimento al progetto di legge n. 1419 del 1995, e ai disegni di legge n. 1959 del 2001<sup>13</sup> e n. 1444 del 29 marzo 200.

<sup>112</sup> La l. 43/1994 ha previsto soltanto alcuni elementi essenziali della cambiale finanziaria, lasciando che si procedesse a livello regolamentare a regolamentarne il dettaglio, sebbene la normativa secondaria abbia definito aspetti di fondamentale importanza ai fini della caratterizzazione della fattispecie. Cfr. SPADA P., *Dai titoli cambiari ai valori mobiliari (suggerimenti della leggina sulle cambiali finanziarie)*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1995.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

nella prassi dei mercati finanziari internazionali<sup>113</sup>; dall'altro, con la revisione del termine massimo, si creano le condizioni per lo sviluppo di un mercato secondario delle cambiali finanziarie, in precedenza reso difficoltoso da una scadenza eccessivamente breve.

Altro aspetto della disciplina sul quale il Decreto Sviluppo è intervenuto è stato quello relativo ai soggetti emittenti.

Diversamente dalla l. 43/1994 che rimandava alla normativa di rango secondario<sup>114</sup> l'individuazione dei soggetti che possono emettere cambiali finanziarie, il Decreto Sviluppo indica esso stesso i tipi di impresa societaria abilitati ad emettere tali strumenti finanziari. Pertanto, il decreto incide sull'art. 1 della l. 43/1994, aggiungendovi il comma 2-*bis*, in base al quale i soggetti che possono emettere cambiali finanziarie sono: società di capitali, società cooperative e mutue assicuratrici diverse dalle banche e dalle micro imprese.

---

<sup>113</sup>Indubbiamente, tali novità concorrono ad avvicinare lo statuto della cambiale finanziaria a quello della *commercial paper* di matrice anglosassone, e molto diffusa nella prassi dei mercati internazionali. Si tratta di uno strumento finanziario di debito a breve termine, fortemente appetibile per gli investitori che lo utilizzano come strumento di gestione della liquidità nel breve periodo nonché in virtù degli alti rendimenti. Cfr. E. MIGNARRI, cit.

<sup>114</sup> La delibera CICR 3 marzo 1994 individuava come abilitati all'emissione: le società ed enti con titoli negoziati in un mercato regolamentato; le altre società, purché i bilanci degli ultimi tre esercizi fossero in utile e i titoli fossero assistiti da garanzia in misura non inferiore al 50% del valore di sottoscrizione. Le Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia del 21 marzo 2007, invece, più incisivamente, individuavano la propria sfera di applicazione facendo riferimento ai soggetti residenti in Italia, e, nella misura in cui compatibili, ai non residenti per l'attività di raccolta posta in essere in Italia.



Conseguentemente a tale modifica, viene a crearsi un diverso regime normativo di rango primario rispettivamente per società aperte e società chiuse, prima demandato alla normativa regolamentare<sup>115</sup>.

Con la nuova disciplina, le società aperte si presumono presentare dei requisiti di stabilità finanziaria superiori rispetto a quelle chiuse<sup>116</sup> e, quindi, viene ad essa data la facoltà di emettere cambiali finanziarie, anche in assenza di garanzie e tutele stabilite, di contro, per quelle chiuse. Lo stesso regime previsto per le società aperte è accordato ai soggetti aventi titoli rappresentativi del capitale negoziati in mercati non regolamentati (azioni negoziate attraverso sistemi multilaterali di negoziazione, internalizzatori sistematici ecc.).

In base al Decreto Sviluppo, le società chiuse possono emettere cambiali finanziarie subordinatamente a che l'emissione sia essere assistita, in qualità di *Sponsor*, da una banca, da un'impresa di investimento, da una società di gestione del risparmio (SGR), da una società di gestione armonizzata, da una società di investimento a capitale variabile (SICAV), purché con succursale costituita nel territorio della Repubblica, che assiste l'emittente nella procedura di emissione e lo supporta nella fase di collocamento dei titoli.

Tale disciplina abroga sia l'obbligo indifferenziato di ottenere la prestazione di garanzia, previsto dalla delibera CICR 3 marzo

---

<sup>115</sup>Le Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia 28 giugno 1995 distinguevano tra società facenti o meno ricorso al mercato del capitale di rischio. Le Istruzioni del 21 marzo 2007, invece, rinviano al Quadro riepilogativo delle possibilità di raccolta mediante strumenti finanziari, ove si distingue tra società ed enti quotati e società ed enti non quotati.

<sup>116</sup>L. SALAMONE, P. SPADA, G.L. PELLIZZI, *op. cit.*, 264.

1994<sup>117</sup>, che il mancato riferimento alle società chiuse nell'ambito della delibera 19 luglio 2005<sup>118</sup>.

Il nuovo sistema di tutele si differenzia da quello incentrato sulla prestazione della garanzia, per la nuova figura dello *Sponsor*, cui è assegnato un ruolo ben più ampio rispetto alla concessione della garanzia, e che si sostanzia, come detto, nell'assistere l'emittente a partire dall'emissioni dei titoli fino al collocamento degli stessi.

Peraltro, laddove la prestazione della garanzia veniva riservata a banche e assicurazioni<sup>119</sup>, possono ricoprire il ruolo dello sponsor varie categorie di soggetti, purché abbiano una succursale italiana.

Oltre all'assistenza da parte dello *Sponsor*, il Decreto Sviluppo pone un'altra condizione a cui subordina la possibilità di emissione da parte di società chiuse: cioè, che lo *Sponsor* mantenga nel proprio portafoglio, fino a scadenza, un percentuale dei titoli emessi variabile in funzione del volume dell'emissione (5 % del valore di emissione dei titoli, per le emissioni fino a 5 milioni di euro; 3 % del valore di emissione dei titoli eccedente 5 milioni di euro, fino a 10 milioni di

---

<sup>117</sup>In base alla delibera CICR 3 marzo 1994, l'emissione di cambiali finanziarie, effettuata da società ed enti non quotati, fosse assistita da garanzia per un ammontare non inferiore al 50% del valore di sottoscrizione dei titoli. Chiaro è come tale ingentissimo ammontare richiesto ai fini della costituzione della garanzia ha rappresentato un elemento fortemente scoraggiante la diffusione dello strumento della cambiale finanziaria. Cfr. SALAMONE L., SPADA P., PELLIZZI G.L., *op. cit.*, 251.

<sup>118</sup> La delibera CICR 19 luglio 2005, non richiede espressamente che le cambiali finanziarie emesse da società non quotate siano assistite da garanzia, ma si limita a prescrivere l'indicazione sul titolo dell'identità del garante nonché ammontare della garanzia.

<sup>119</sup> La delibera CICR 3 marzo 1994, art. 3, prevede che hanno facoltà di prestare garanzia; le banche autorizzate in Italia e quelle comunitarie; le società finanziarie iscritte nell'elenco speciale ex art.107 TUB; le imprese di assicurazione autorizzati.

euro, in aggiunta alla quota risultante dall' applicazione della percentuale di cui al numero 1) ; al 2 % del valore di emissione dei titoli eccedente 10 milioni di euro, in aggiunta alla quota risultante dall'applicazione delle percentuali di cui ai numeri 1) e 2)).

La partecipazione diretta dello *Sponsor* all'emissione, testimonia della sicurezza dell'operazione, in quanto, lungi da fungere da mero garante dei titoli, esso è investitore ed è, pertanto, cointeressato rispetto alla bontà dell'affare <sup>120</sup>.

Inoltre, differentemente dal regime previgente, la partecipazione minima che lo *Sponsor* deve tenere in portafoglio per tutta la durata dell'operazione è di gran lunga inferiore all'ammontare della garanzia precedentemente imposta, pari al 50% del valore di sottoscrizione dei titoli.

Infine, al comma 7 dell'art. 32, si prevede la possibilità che le cambiali finanziarie siano emesse anche in forma dematerializzata; *«a tal fine l'emittente si avvale esclusivamente di una società autorizzata alla prestazione del servizio di gestione accentrata di strumenti finanziari. Per l'emissione di cambiali finanziarie in forma dematerializzata, l'emittente invia una richiesta alla società di gestione accentrata di strumenti finanziari, contenente la promessa incondizionata di pagare alla scadenza le somme dovute ai titolari delle cambiali finanziarie che risultano dalle scritture contabili degli intermediari depositari. Nella richiesta di cui al comma 2 sono altresì specificati:*

- a) l'ammontare totale dell'emissione;*
- b) l'importo di ciascuna cambiale;*
- c) il numero delle cambiali;*

---

<sup>120</sup>A. BOMPANI, E. CATELANI, *op. cit.*, 110.

- d) l'importo dei proventi, totale e suddiviso per singola cambiale;*
- e) la data di emissione;*
- f) gli elementi specificati nell'articolo 100, primo comma, numeri da 3) a 7), del regio decreto 14 dicembre 1933, n. 1669;*
- g) le eventuali garanzie a supporto dell'emissione, con l'indicazione dell'identità' del garante e l'ammontare della garanzia;*
- h) l'ammontare del capitale sociale versato ed esistente alla data dell'emissione;*
- i) la denominazione, l'oggetto e la sede dell'emittente;*
- l) l'ufficio del registro delle imprese al quale l'emittente e' iscritto».*

#### **1.4. Il Regime fiscale**

Il Decreto Sviluppo ha modificato il regime fiscale applicabile ai titoli di debito emessi dalle società chiuse, allineandolo a quello più favorevole previsto per i titoli emessi dai c.d. grandi emittenti.

##### **1.4.1 Regime fiscale degli interessi per i sottoscrittori**

Fino all'entrata in vigore del decreto legge 138/2011, convertito dalla l.148/2011, l'art. 26 D.P.R. 600/1973, prevedeva a carico) degli emittenti, in qualità di sostituti d'imposta, l'obbligo di assoggettare gli interessi e altri proventi derivanti da titoli obbligazionari e similari ad una ritenuta del 27%, ridotta al 12,50% nel caso di obbligazioni e titoli similari di durata non inferiore a diciotto mesi e per le cambiali finanziarie, emessi da società ed enti, diversi dalle banche o dalle società con azioni negoziate in mercati regolamentati di Stati membri

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

della UE o aderenti all'Accordo sullo Spazio Economico Europeo (SEE) inclusi nella lista degli Stati che consentono un adeguato scambio di informazioni (*white list*).

L'applicazione dell'aliquota minore era subordinata a che il tasso di rendimento effettivo non risultasse superiore alternativamente:

- al doppio del tasso ufficiale di riferimento, per le obbligazioni ed i titoli simili negoziati in mercati regolamentari degli Stati di cui sopra o collocati mediante offerta al pubblico ai sensi della disciplina vigente al momento dell'emissione;
- al tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi per le obbligazioni ed i titoli simili diversi dai precedenti.

Inoltre, nel caso in cui il rimborso delle obbligazioni e dei titoli simili aventi scadenza inferiore a diciotto mesi avesse luogo prima della stessa scadenza, l'emittente doveva corrispondere il 20 % sugli interessi e altri proventi maturati fino al rimborso anticipato.

Il citato d.l. 138/2011, ha previsto, all'art. 2, comma 6, l'unificazione al 20 % dell'aliquota delle ritenute e delle imposte sostitutive sui redditi di capitale di cui all'art. 44 del TUIR, cosicché, gli interessi e altri proventi derivanti da obbligazioni e titoli simili emessi dai sostituti d'imposta di cui all' art. 23 DPR 600/1973, esclusi i grandi emittenti privati residenti, non sono più soggetti a ritenuta con aliquote differenziate in funzione della loro durata e tasso di rendimento effettivo e, in caso di rimborso anticipato, non sono più soggetti al prelievo del 20%, essendo questo stato definitivamente abrogato.

Un regime di imposizione sostitutiva è invece previsto dal d.lgs. 239/1996 per gli interessi e altri proventi derivanti da obbligazioni e

titoli simili emessi dai cosiddetti grandi emittenti privati, cioè banche e società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati di Stati comunitari e Stati aderenti allo Spazio Economico Europeo inclusi nella *white list* e dagli enti pubblici trasformati in società per azioni. Si tratta di un'imposta sostitutiva del 20% da parte dell'intermediario depositario soltanto nei confronti dei percettori "nettisti" (persone fisiche; soggetti di cui all'articolo 5 TUIR, escluse le società in nome collettivo, in accomandita semplice e quelle ad esse equiparate; enti non commerciali; soggetti esenti dall'imposta sul reddito delle persone giuridiche) e l'erogazione dei proventi al lordo dell'imposta per i soggetti "lordisti" (soggetti diversi dai nettisti).

Il Decreto Sviluppo al comma 9 dell'art. 32, ha esteso il regime fiscale previsto per i titoli obbligazionari disciplinato dal d.lgs. 239/1996 anche alle società per azioni con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione nonché alle società non quotate le cui obbligazioni e titoli simili siano negoziate nei mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione<sup>121</sup>.

Tale regime è stato, inoltre, dalla stessa disposizione, esteso alle cambiali finanziarie, precedentemente soggette alla ritenuta di cui al comma 1 dell'art. 26 del D.P.R. 600/1973, anche nel caso in cui fossero emesse da banche, società con azioni negoziate o da enti pubblici trasformati in società per azioni perché l'art.1, comma 1, del d.lgs. 239/1996 prevedeva la disapplicazione della ritenuta sugli interessi e altri proventi derivanti da obbligazioni e titoli simili

---

<sup>121</sup>G. LEONI, C. MELOTTI CACCIA, *Giurisprudenza e attualità in materia tributaria articoli il regime fiscale dei minibond*, Rivista dei Dottori Commercialisti, fasc.2, 2014, 407 ss.

emessi da altri soggetti, ad esclusione appunto delle cambiali finanziarie.

La ritenuta di cui all'art. 26 del D.P.R. 600/1973 continua comunque ad essere applicabile agli interessi derivanti da obbligazioni, titoli simili e cambiali finanziarie non quotati emessi da società con azioni non negoziate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione.

Conseguentemente, l'imposta sostitutiva del 20% si applica anche agli interessi e altri proventi derivanti da:

1. cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili emessi da banche, da società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati membri dell'Unione Europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell'articolo 168-*bis* del TUIR (cd. *white list*);

2. obbligazioni e titoli simili emessi da enti pubblici economici trasformati in società per azioni in base a disposizioni di legge;

3. cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati membri dell'Unione Europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella *white list* emesse da società diverse da quelle di cui al punto 1.

#### **1.4.2 Regime fiscale degli interessi passivi in capo agli emittenti**

Precedentemente all'introduzione del Decreto Sviluppo, gli interessi passivi erano deducibili ex art. 96 TUIR, al netto di quelli indeducibili.

Inoltre, l'art.3, comma 115, l. 549/1995, prevedeva la deducibilità degli interessi passivi derivanti da obbligazioni subordinatamente a che il tasso di rendimento effettivo non fosse superiore:

- al doppio del tasso ufficiale di riferimento, per le obbligazioni ed i titoli simili negoziati in mercati regolamentati degli Stati membri dell'Unione europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo inclusi nella *white list* o collocati mediante offerta al pubblico ai sensi della disciplina vigente al momento di emissione;
- al tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi, delle obbligazioni e dei titoli simili diversi dai precedenti.

Pertanto, laddove il tasso di rendimento effettivo risulti essere superiore ai suddetti limiti, gli interessi passivi eccedenti sono indeducibili.

Sono esclusi dall'ambito di applicazione di tale disposizione i c.d. grandi emittenti, a cui si applica esclusivamente l'art. 96 TUIR in base a cui gli interessi passivi e gli oneri assimilati sono deducibili in ciascun periodo d'imposta fino a concorrenza degli interessi attivi e proventi assimilati. L'eccedenza è deducibile nel limite del 30% del ROL (risultato operativo lordo).

Gli eventuali interessi indeducibili nell'esercizio e il ROL eccedenti possono essere utilizzati negli esercizi successivi.



Con l'entrata in vigore del Decreto Sviluppo, ed, in particolare, al comma 8 dell'art. 32, viene a restringersi l'ambito di applicazione della disposizione di cui all'art. 3, comma 115, l. 549/1995. In particolare, questo non si applica alle cambiali finanziarie, alle obbligazioni e ai titoli similari emessi da società con azioni non quotate (diverse dalle banche e dalle micro-imprese) che siano negoziati in mercati regolamentati ovvero in sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi membri dell'Unione Europea o Paesi aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella *white list*.

Pertanto, la novità apportata dal Decreto Sviluppo consiste nell'equiparazione dei soggetti emittenti, siano essi quotati o non quotati, rispetto al regime di deducibilità degli oneri finanziari relativi all'emissione di titoli di debito quotati<sup>122</sup>.

Laddove, invece, si tratti di cambiali finanziarie o titoli di debito non quotati, la norma non si applica solo nel caso in cui:

- i titoli siano detenuti da investitori qualificati<sup>123</sup>;
- tali investitori non detengano, direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, una partecipazione superiore al 2% del capitale o del patrimonio della società emittente;
- il beneficiario dei proventi sia residente in Italia o in Stati che garantiscano un adeguato scambio di informazioni.

Più nel dettaglio, da un lato, il legislatore limita la sottoscrivibilità di tale tipologia di strumenti finanziari a investitori qualificati e, dall'altro, fissando il limite dell'entità della partecipazione nel 2% che gli stessi possono detenere, mira a prevenire sia l'attribuzione di interessi attivi, in luogo di dividendi, a

---

<sup>122</sup>G. LEONI, C. MELOTTI CACCIA, cit., 407 ss.

<sup>123</sup> Come definiti dall'art. 100 TUF.

soggetti che detengano partecipazioni di una certa rilevanza nella società emittente, che l'erosione dell'imponibile societario<sup>124</sup>.

La qualificazione di socio discende non solo dal possesso di azioni ordinarie ma anche di azioni speciali, quindi anche azioni che attribuiscono privilegi nella distribuzione degli utili (c.d. azioni privilegiate) ovvero nell'incidenza delle perdite (c.d. azioni postergate), ed anche azioni senza diritto di voto, o con voto limitato (cfr. art. 2351 c.c.)<sup>125</sup>.

Non rilevano invece, i titoli e strumenti finanziari assimilati alle azioni ex art. 44, comma 3, lett. a), TUIR, dalle quali non deriva l'attribuzione dello *status* di socio in quanto emessi a fronte di apporti non imputabili a capitale sociale.

Inoltre, contribuiscono al raggiungimento di detta percentuale anche le partecipazioni detenute dai familiari di cui all'art.5, comma 5, TUIR, le partecipazioni indirette e quelle possedute per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona<sup>126</sup>.

### **1.4.3 Regime fiscale degli interessi derivanti da obbligazioni partecipative e subordinate**

Approfondiamo le disposizioni relative al regime fiscale delle obbligazioni subordinate e partecipative, in parte già analizzate<sup>127</sup> in chiave sistematica.

Il comma 24, dell'art. 32, regola gli aspetti fiscali delle obbligazioni partecipative e subordinate .

---

<sup>124</sup>AGENZIA DELL'ENTRATE, *Circolare n. 4/E del 6 marzo 2013*.

<sup>125</sup>*Circolare Agenzia dell'entrate n. 4/E del 6 marzo 2013*.

<sup>126</sup> In questo caso si tiene conto anche del c.d. "effetto demoltiplicativo".

<sup>127</sup>*Supra* Cap. II, §1.2.

*In primis*, si dispone che nel caso in cui nell'ambito dell'emissione di obbligazioni partecipative si preveda anche una clausola di subordinazione e il vincolo a non distribuire capitale se non nei limiti dei dividendi sull'utile di esercizio, la parte variabile del corrispettivo viene a costituire oggetto di uno specifico accantonamento per onere nel conto economico della società emittente.

Quanto ai profili più strettamente fiscali, la componente variabile si computa in diminuzione del reddito di esercizio di competenza, ma solo nel caso in cui il corrispettivo non sia costituito esclusivamente da questa.

Pertanto, ai fini della determinazione del reddito d'impresa dell'emittente, la remunerazione di tali titoli, anche laddove sia correlata ai risultati economici della società, è ammessa in deduzione. Infatti, tale disposizione rappresenta una deroga all'art. 109, comma 9, TUIR in base al quale non è deducibile ogni tipo di remunerazione dovuta su strumenti finanziari si cui all'art. 44 TUIR, per la parte che direttamente o indirettamente implichi la partecipazione ai risultati economici dell'emittente, ovvero di una società del suo gruppo o di un affare<sup>128</sup>.

L'applicabilità della deroga si subordina a che le obbligazioni siano sottoscritte da investitori qualificati, che non detengano neanche per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, più del 2% del capitale o del patrimonio della società emittente e che il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in Stati e territori che consentono un adeguato scambio di informazioni.

---

<sup>128</sup>AGENZIA DELL'ENTRATE, *Circolare n. 4/E del 6 marzo 2013*.

#### **1.4.4 Regime dell'imposta di bollo sulle cambiali finanziarie dematerializzate**

Il Decreto Sviluppo prevede, oltre alla possibilità che possano essere emesse cambiali finanziarie dematerializzate, che le stesse siano esenti dall'imposta di bollo dei cui al D.P.R. 643/1972.

L'imposta di bollo rimane invece applicabile alle cambiali non dematerializzate nella misura dello 0.01% ex art. 6, parte I della tariffa di cui all'allegato A, D.P.R. 642 del 1972.

#### **1.4.5 Deducibilità delle spese di emissione**

Al comma 13, dell'art. 32 del Decreto Sviluppo si prevede che *«Le spese di emissione delle cambiali finanziarie, delle obbligazioni e dei titoli similari di cui all'articolo 1 del decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239, primo comma, sono deducibili nell'esercizio in cui sono sostenute indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio»*.

Tali oneri sono deducibili in base al principio di cassa, come chiarito dall'Agenzia dell'Entrate nella Circolare n.29/E del 26 settembre 2014, indipendentemente dall'imputazione a conto economico, e quindi in via anticipata.

Comunque, la portata della norma non va a soppiantare il criterio di deducibilità per competenze di tale tipologia di spesa “seguendo la ripartizione contabile effettuata in più esercizi e lungo la durata dell'operazione di finanziamento”.

Pertanto la deducibilità per cassa delle spese di emissione è da considerarsi come facoltativa, conformemente alla natura agevolativa delle norme del Decreto.

## **2. Decreto Destinazione Italia**

### **2.1. Il regime fiscale delle garanzie prestate in relazione all'emissione di Minibond**

Ulteriori disposizioni sul regime normativo dei minibond sono state introdotte dal Decreto Destinazione Italia.

Una delle novità di maggior rilievo è stata quella relativa al regime delle eventuali garanzie del prestito obbligazionario emesso in applicazione della norme sopra analizzate del Decreto Sviluppo. Il mercato, infatti, da tempo esigeva l'implementazione di un sistema di garanzie maggiormente conformi alle esigenze degli investitori.

La presenza di garanzie implica una minore rischiosità dell'operazione, incidendo sul tasso di interesse attribuito, appunto, ai sottoscrittori<sup>129</sup>.

Il legislatore è intervenuto, modificando la disciplina fiscale, introducendo agevolazioni in materia di imposte indirette.

La legislazione previgente annoverava tra le eccezioni al limite all'emissione di obbligazioni emesse da società non quotate di cui all'art. 2412, primo comma, c.c. la presenza di garanzie ipotecarie di primo grado su immobili di proprietà dell'emittente. Tale ipotesi è rimasta pressoché inutilizzata dalle società non quotate a causa degli ingenti oneri fiscali previsti in relazione alla costituzione di siffatte garanzie.

L'art. 12, comma 4, lettera c), del Decreto Destinazione Italia, incide sulla disciplina dell'imposta sostitutiva di cui agli artt. 15 e ss. D.P.R. 601/1973, ampliandone la sfera applicativa alle operazioni di

---

<sup>129</sup> AA.VV., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa – Minibond, Cambiali finanziaria, AIM, PorgettoElite, SPAC, Incentivi allo sviluppo*, FrancoAngeli, 2014, Milano, 52-53.

finanziamento strutturate quali le emissioni di titoli obbligazionari o titoli simili da chiunque sottoscritti.

Conseguentemente a tale modifica, l'art. 20-*bis* del D.P.R. 601/1973 prevede la facoltà per l'emittente di esercitare l'opzione per l'applicazione del regime di imposta sostitutiva, nella delibera di emissione del prestito ovvero in analogo provvedimento di autorizzazione.

Laddove l'emittente eserciti l'opzione, le garanzie accessorie alle operazioni di emissioni della specie suddetta nonché alle *«surroghe, sostituzioni, postergazioni, frazionamenti e cancellazioni anche parziali, ivi comprese le cessioni di credito stipulate in relazione alle stesse, nonché ai trasferimenti di garanzie anche conseguenti alla cessione delle predette obbligazioni, nonché alla modificazione o estinzione di tali operazioni»* non vengono applicate le ordinarie imposte di registro, di bollo, ipotecarie e catastali e le tasse sulle concessioni governative, ma la sola imposta sostitutiva pari allo 0,25% sull'ammontare delle obbligazioni collocate.

Ai fini dell'imposizione indiretta si raggiunge, pertanto, perfetta equiparazione tra finanziamenti di fonte bancaria e emissioni di titoli di debito.

Tale imposta deve essere corrisposta dagli intermediari finanziari ex art. 58 TUB, se presenti, ovvero dalla società emittente, stante, comunque, ferma la responsabilità solidale di quest'ultima con gli intermediari per il pagamento dell'imposta stessa.

Inoltre, il Decreto Destinazione Italia modifica l'art. 46 TUB in tema di privilegi. Tale disposizione, nella formulazione previgente all'entrata in vigore della riforma, ammetteva che privilegi costituiti su beni mobili destinati all'esercizio dell'impresa potessero costituire garanzia di finanziamenti bancari a lungo termine.

La sfera di applicabilità di tale disposizione viene ampliata dal Decreto Destinazione Italia in modo tale che tale garanzia possa essere costituita anche a favore di sottoscrittori di obbligazioni e titoli simili subordinatamente a che tale titoli siano sottoscritti da investitori qualificati e siano riservati alla circolazione soltanto presso gli stessi.

Il privilegio posto a garanzia dell'emissione deve essere costituito in forma scritta a pena di nullità e l'atto costitutivo dovrà contenere indicazioni circa: i beni e i crediti sui quali viene costituito il privilegio; il sottoscrittore o i sottoscrittori delle obbligazioni, ovvero un loro rappresentante; le condizioni essenziali del prestito, tra cui gli elementi identificativi dell'emittente, l'ammontare complessivo dell'emissione, il valore nominale di ciascuno dei titoli, i diritti ad essi attribuiti, il rendimento del prestito, le modalità di rimborso e l'eventuale subordinazione dei diritti degli obbligazioni a quelli di altri creditori dell'emittente.

Anche tale misura implica una maggiore sicurezza dell'investimento dal punto di vista degli investitori: l'emittente può costituire garanzie sui beni mobili impiegati nell'impresa, oltre a quelle immobiliari tradizionalmente richieste per l'ottenimento di finanziamenti. Le società chiuse tendenzialmente non dispongono di un patrimonio immobiliare tale da permettere la costituzione di ipoteche e i beni mobili difficilmente fungono da oggetto di garanzie, in quanto le più comuni, quali in pegno, implicano la possibilità di spossessamento che renderebbe impossibile la continuità del processo produttivo<sup>130</sup>.

---

<sup>130</sup>AA.VV., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa – Minibond*, cit., 54.

## **2.2. Il Fondo di garanzia per le PMI**

Un'ulteriore novità in tema di garanzie, introdotta dall'art. 12, comma 6-*bis* del Decreto Destinazione Italia, è stata la possibilità di utilizzare il Fondo di garanzia per le PMI, di cui all'art. 2, comma 100, lett. a), l. 662/1996, a garanzia di emissioni di minibond.

Il fondo può intervenire come garante diretto a beneficio dei sottoscrittori dei titoli, ovvero, come contro-garante, in caso di emissioni effettuate da un Confidi, riassicurando le garanzie concesse all'emittente.

Il Ministero dello Sviluppo Economico ha, con l'emanazione del Decreto Interministeriale 5 giugno 2014, dato attuazione alla disposizione citata, prevedendo che la garanzia del Fondo di garanzia per le PMI possa essere concessa, oltre a quanto previsto dalla legislazione vigente, in favore delle società di gestione del risparmio che sottoscrivono obbligazioni o titoli simili emessi da PMI, in nome e per conto di fondi comuni di investimento da esse gestiti.

Perché le emissioni possano essere assistite dalla garanzia del fondo i titoli devono: provenire da aziende con rating minimo B- (valutazione di Standard & Poor's); avere durata compresa tra 36 e 120 mesi (non sono accettabili titoli senza durata e/o scadenza certa); avere come scopo il finanziamento dell'attività di impresa; non essere utilizzati per sostituire linee di credito; non essere già coperti da altre garanzie. È prevista una commissione dell'1% sull'ammontare garantito da banche e intermediari.



Lo stesso comma 6-*bis* prevede che la garanzia può essere prestata sia a fronte di singole operazioni di sottoscrizione di obbligazioni e titoli similari, sia di portafogli di operazioni<sup>131</sup>.

Nel primo caso, la garanzia del Fondo può essere concessa:

- Per ammontare fino al 50% del valore nominale del mini bond sottoscritto, se la stessa preveda un rimborso rateale sulla base di un piano di ammortamento (c.d. *amortising minibond*)

- Per ammontare fino al 30% del valore nominale del minibond sottoscritto, qualora la stessa preveda il rimborso unico a scadenza (*bullet minibond*).

Le percentuali vengono calcolate sull'ammontare dell'esposizione per capitale, interessi contrattuali e di more che il soggetto richiedente abbia contratto nei confronti del soggetto beneficiario finale.

Il Fondo garantisce un importo massimo per singolo soggetto beneficiario finale pari a 1,5 milioni di euro.

Nel caso, invece, in cui la garanzia del Fondo venga richiesta su portafogli di minibond, questa può essere concessa solo subordinatamente a che ciascuna delle singole operazioni di sottoscrizione di minibond che compongono il portafoglio sia di importo non superiore al 3% del valore nominale complessivo dei titoli che compongono il portafoglio.

Ai fini dell'ottenimento della garanzia, il valore nominale complessivo dei titoli componenti il portafoglio di minibond non può essere inferiore a 50 milioni di euro e superiore a 300 milioni di euro.

---

<sup>131</sup> «Insieme di operazioni di sottoscrizione di mini bond, aventi caratteristiche tecniche comuni, sottoscritte da una medesima banca, intermediario finanziario o gestore» art.1, lett. 1), decreto interministeriale 5 giugno 2014.

La copertura del Fondo non può essere superiore all'80% della *tranche junior*<sup>132</sup> del portafoglio di minibond e, comunque, non può eccedere un ammontare pari all'8% del valore nominale complessivo dei titoli che compongono il portafoglio. Tale importo può essere superato solo nel caso in cui l'ammontare eccedente sia finanziato con risorse corrisposte al Fondo da Regioni o Province autonome o da altri enti o organismi pubblici ai sensi di quanto previsto dal Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze 26 gennaio 2012.

Tali risorse vanno ad integrare la copertura del Fondo per la realizzazione di portafogli o sub-portafogli regionali di minibond in quanto utilizzate per sottoscrivere la *tranche junior* del portafoglio di minibond in modo tale da poter andar oltre il limite dell'8% suddetto, rimanendo comunque il limite massimo della copertura complessiva del Fondo pari all'80% della *tranche junior*, nonché a *tranche mezzanine*<sup>133</sup>.

Quanto alle operazioni di sottoscrizione di minibond inclusi nel portafoglio garantito, il Fondo copre l'eventuale perdita registrata sulla singola operazione per un ammontare massimo dell'80%.

### **2.3. Le modifiche introdotte in materia di ritenuta sugli interessi delle obbligazioni e titoli di debito non quotati corrisposti a OICVM**

Il Decreto Destinazione Italia, all'art. 12, comma 5, introduce il comma 9-*bis* all'art. 32 del Decreto Sviluppo, per il quale la ritenuta

---

<sup>132</sup> «La quota del portafoglio di mini bond che sopporta le prime perdite registrate dal medesimo portafoglio» art.1, lett. m), decreto interministeriale 5 giugno 2014.

<sup>133</sup> «La quota del portafoglio di mini bond che sopporta le perdite registrate dal medesimo portafoglio dopo l'esaurimento della *tranche junior*» art.1, lett. n), decreto interministeriale 5 giugno 2014.

del 20% prevista dall'art. 26 D.P.R. 600 non si applica agli interessi di obbligazioni, titoli similari e cambiali finanziarie, corrisposti ad organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) le cui quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati e il cui patrimonio sia investito prevalentemente in tali obbligazioni, titoli o cambiali finanziarie.

Pertanto, anche gli interessi derivanti da obbligazioni non ricadenti nella sfera di applicazione del regime del Decreto 239 (quali i titoli non negoziati su sistemi multilaterali di negoziazione emesse da società di capitali non quotate), laddove sottoscritte da OICVM che presentano suddetti requisiti, sono esentati da ritenuta.

#### **2.4. Modifiche alla l. 130/1999**

Il Decreto Destinazione Italia ha inoltre introdotto il comma 1-*bis* all'art. 1 della l. 130/1999 che regola la cartolarizzazione.

Il comma 1-*bis* prevede che legge sulla cartolarizzazione sia applicabile anche alle operazioni di cartolarizzazione «*realizzate mediante la sottoscrizione e l'acquisto di obbligazioni e titoli similari, esclusi comunque i titoli rappresentativi del capitale sociale, titoli ibridi e convertibili, da parte della società per la cartolarizzazione dei crediti emittente i titoli*». Il legislatore si esprime circa la legittimità di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto titoli di debito, già diffuse nella prassi, e chiarifica la possibilità di strutturare operazioni di cartolarizzazione di titoli emessi in base alla Decreto Sviluppo e che quindi beneficeranno delle agevolazioni relative<sup>134</sup>.

---

<sup>134</sup>E. CONIO, F. LOMBARDO, *Il Decreto Destinazione Italia: alcune riflessioni in tema di cartolarizzazioni*, Diritto Bancario, 2014, 1.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

In ogni caso, non essendo le società veicolo investitori qualificati, come richiesto dal Decreto Sviluppo, sono vincolate ai limiti di cui all'art. 2412, comma 1, c.c. e non possono quindi sottoscrivere titoli in misura superiore al doppio del capitale, della riserva legale e delle riserve disponibili. L'acquisto da parte della società veicolo potrà, oltre suddetti limiti, avvenire sul mercato secondario.

Nel caso di emissione di minibond da parte di SRL, dacché l'art. 2383 c.c., non prevede una deroga ai limiti analoga a quella prevista in tema di società per azioni, nel caso della destinazione dei titoli alla quotazione in mercati regolamentati, parrebbe che la società veicolo possa acquistare titoli esclusivamente sul mercato secondario<sup>135</sup>.

Ne risulta una limitazione da un punto di vista operativo, anche considerando l'importante presenza di società costituite nella forma di SRL, che incontrano maggiori difficoltà nel ricorso a tale forma di finanziamento<sup>136</sup>.

In ogni caso, tale novità è relevantissima ai fini di una maggiore diffusione dei minibond.

Infatti, con l'introduzione del comma 1-*bis* all'art. 1 della legge che regola la cartolarizzazione dei crediti, le società veicolo possono sottoscrivere direttamente obbligazioni, laddove in passato questa possibilità non era prevista.

---

<sup>135</sup>E. CONIO, F. LOMBARDO, cit., 2

<sup>136</sup>«Ci si chiede se davvero fosse stata questa l'intenzione del legislatore. Ciò, anche considerando che la maggior parte delle società di capitali in Italia è costituita nella forma di società a responsabilità limitata. È evidente che quanto sopra descritto non potrà che limitare l'accesso di tali società alle operazioni di cartolarizzazione che, invece, potrebbero rappresentare un'importante forma di finanziamento alternativa al sistema bancario» in E. CONIO, F. LOMBARDO, cit., 2

Un'operazione di cartolarizzazione si sostanzia nella cessione, a titolo oneroso e *pro soluto*, di un portafoglio di crediti dal creditore a una società, c.d. società veicolo, che a sua volta emette strumenti finanziari c.d. *ABS (Asset Backed Securities)* con la finalità di finanziare l'acquisto degli stessi crediti.

Un'operazione di cartolarizzazione di minibond vedrebbe coinvolti: la società emittente minibond, la società veicolo sottoscrittrice di minibond e, a sua volta, emittente degli *ABS*, gli investitori qualificati sottoscrittori degli *ABS*.

In particolare, la società emittente minibond riceve, per il tramite della *SPV*, un flusso di liquidità derivante dagli investitori che hanno sottoscritto gli *ABS*. In un secondo momento, viceversa, ci sarà un passaggio di risorse finanziarie dalla società emittente agli investitori, sempre intermediato dalla *SPV*.

L'emittente trarrà le risorse per il pagamento alla *SPV* degli interessi e, a scadenza, del capitale relativi al minibond dallo svolgimento della propria attività d'impresa. La *SPV*, quindi, corrisponderà tali risorse ai sottoscrittori di *ABS*.

A tale novità consegue che, differentemente da quello che tendenzialmente succede in un'operazione di emissione di minibond, ove solo uno o pochi investitori sottoscrivono il titolo, assumendone interamente il relativo rischio, nelle operazioni di cartolarizzazione, si amplia considerevolmente la massa di investitori coinvolti, ovverossia quelli interessati alla sottoscrizione di *ABS* aventi come sottostanti minibond, che vedranno suddiviso tra loro il rischio dell'operazione e, inoltre, godono della segregazione del patrimonio della società veicolo<sup>137</sup>.

---

<sup>137</sup>L. ANGELASTRI, *Cartolarizzazione dei crediti e mini bond*, Diritto24 de Il sole 24 ore, marzo 2016.

Inoltre, il Decreto Destinazione Italia, interviene anche sulla disciplina relativa alla segregazione dei conti correnti aperti nel contesto di operazioni di cartolarizzazione, aggiungendo i commi 2-*bis* e 2-*ter*, all'art. 3 della legge sulla cartolarizzazione. Tali nuove disposizioni prevedono che il *quantum* depositato sui conti correnti segregati delle società veicolo costituisce patrimonio separato da quello del depositario, dei depositanti, del *servicer* e del *sub-servicer*.

Tuttavia, al riferimento a tali “conti correnti segregati” non segue alcuna definizione degli stessi, rimanendo in sospeso l'effettiva rilevanza di tale specificazione<sup>138</sup>.

In sede di conversione, il nuovo comma 2-*bis* parrebbe, peraltro, è stato ulteriormente modificato così da prevedere esplicitamente il patrimonio rimane segregato anche nell'ipotesi in cui la banca depositaria non assuma nell'operazione anche il ruolo di *servicer*.

Lo stesso comma 2-*bis*, come modificato in sede di conversione, chiarisce anche il regime delle somme accreditate sui conti della SPV in caso di insolvenza del soggetto depositario: queste saranno «integralmente restituite alla società per conto della quale è avvenuto l'incasso, secondo i termini contrattuali e comunque senza la necessità di attendere i riparti e le altre restituzioni». Tale chiarificazione è molto rilevante in quanto, in base alla disciplina previgente, le banche italiane che avessero trattenuto, su conti aperti presso loro stesse, la liquidità relativa alle operazioni di cartolarizzazione in cui avevano il ruolo di banca depositaria, andavano incontro alla diminuzione del rating massimo attribuibile ai titoli emessi nell'ambito della stessa operazione. Conseguenza diretta di tale assetto normativo che,

---

<sup>138</sup> Non si comprende ad esempio se «sia una nuova forma di conto corrente che necessità di specifiche formalità di apertura e gestione? E se così fosse, la novità interesserà solo i nuovi conti correnti aperti successivamente all'entrata in vigore del decreto in commento?» E. CONIO, F. LOMBARDO, cit., 2

appunto, non prevedeva alcuna tutela per la società di cartolarizzazione a fronte dell'eventuale insolvenza delle banche depositarie, era l'impossibilità per le stesse banche di avere i requisiti in termini di rating per essere considerate “*eligible institutions*” e, quindi, si assisteva a fenomeni di “*cash sweep*”, cioè lo spostamento della liquidità presso banche estere, nonché alla costituzione di riserve di liquidità volte a proteggersi da un'eventuale insolvenza della banca depositaria<sup>139</sup>.

Un'ulteriore novità introdotta dal Decreto Destinazione Italia è stata la modifica dei commi 1 e 2 dell'art.4 della legge sulla cartolarizzazione, che ora ammettono la possibilità di utilizzare le modalità di cui alla legge sul factoring per perfezionare e rendere opponibili le cessioni effettuate a favore della società veicolo nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione.

Come specificato nella relazione al Decreto, si vengono, in tal modo, a semplificare le operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti commerciali. La portata delle nuove disposizioni sembra essere però più ampia, in quanto prevedono la possibilità di beneficiare delle formalità e delle procedure previste in materia di factoring (in particolare, dell'opponibilità della cessione ai terzi attraverso il conferimento di data certa al pagamento del corrispettivo della cessione) nell'ambito appunto operazioni di cartolarizzazioni di crediti derivanti da «contratti stipulati dal cedente nell'esercizio dell'impresa». Conseguentemente, si ritiene che possano rientrare

---

<sup>139</sup>È la banca presso la quale sono aperti i conti a nome del l'SPV, su cui transitano i fondi da impiegarsi per i pagamenti ai sottoscrittori dei titoli emessi dalla stessa SPV e agli altri creditori dell'SPV. A tale banca deve essere stato assegnato un rating del debito non garantito e non subordinato che superi i livelli minimi previsti dalle agenzie di rating (cd. “istituto qualificato” o “*eligible institution*”). Cfr. E. CONIO, F. LOMBARDO, cit., 3.

nella sfera di applicabilità di tale disposizione anche crediti derivanti da contratti bancari e finanziari, subordinatamente a che presentino tutti gli altri requisiti prescritti. Oltre quindi alle imprese, anche le banche e gli intermediari finanziari potranno beneficiare di tale semplificazione procedurale.

### **2.5. Ammissione dei minibond e dei titoli emessi nell'ambito di cartolarizzazioni di minibond a copertura delle riserve tecniche assicurative**

Il comma *2-bis* introdotto dal Decreto all'art. 5 della l. 130/1999 prevede un'importante novità per le imprese assicurative che in base a tale disposizione potranno investire in titoli emessi nell'ambito di cartolarizzazioni di obbligazioni e titoli simili a copertura delle riserve tecniche.

Più nello specifico il nuovo comma *2-bis* prevede che gli ABS, aventi come sottostante obbligazioni e titoli simili, costituiscono attivi ammessi alla copertura di riserve tecniche di imprese di assicurazione ancorché gli stessi non siano destinati ad essere negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione e anche se privi di valutazione del merito creditizio da parte di operatori terzi.

Indubbiamente, tale nuova disposizione agevola fortemente e rende fortemente appetibile la sottoscrizione di tali titoli da parte di imprese di assicurazione, ampliando le categorie di investitori istituzionali potenzialmente interessati a tali tipologie di operazioni e aumentando la liquidità dei titoli<sup>140</sup>.

---

<sup>140</sup>R. MARIANI, *Minibond: un canale di finanziamento alle imprese alternativo al sistema bancario*, Diritto Bancario, 2014, disponibile al link:

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.



L'Ivass ha anticipato una modifica degli artt. 17-23 del Regolamento n.36/2011 concernenti rispettivamente le gestioni vita e danni, con la comunicazione n.51-14-000098 del 23 gennaio 2014.

In particolare, ha previsto l'inserimento nella lista degli attivi a copertura delle riserve tecniche due nuove classi di investimento :

- la A1.2d, che comprende i minibond di cui all'art. 32 del Decreto Sviluppo, investimento ammesso nel limite del 3% delle riserve tecniche da coprire. Si precisa che i titoli di tale nuova classe sono ammissibili a copertura delle riserve tecniche anche se non negoziati in un mercato regolamentato e che per tali titoli non saranno previsti ulteriori requisiti legali relativi all'anzianità di costituzione dell'impresa, alla certificazione del bilancio, né alla durata residua dell'obbligazione come previamente previsto nel regolamento in riferimento alle altre categorie di obbligazioni;

- la A1.9, che include le operazioni di cartolarizzazione relative ai minibond. Anche in tal caso l'investimento in tale classe è ammesso entro il limite del 3% delle riserve tecniche da coprire.

La portata applicativa di tale disposizione potrebbe essere decisiva per lo sviluppo del mercato di minibond in quanto, ammontando le riserve tecniche del sistema assicurativo a circa 600 miliardi di Euro<sup>141</sup>, 18 dei quali potrebbero essere investiti in minibond ed un ulteriori 18 in operazioni di cartolarizzazione degli stessi.

---

<http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/minibond-un-canale-di-finanziamento-alle-imprese-alternativo-al-sistema-bancario>

<sup>141</sup>*Rapporto Ania, Trend flussi e riserve vita*, settembre 2016.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

### **3. Il Decreto Competitività**

Il Decreto Competitività è, unitamente alle misure normative che sono state analizzate, una riforma mirata a favorire il rilancio dell'economia azionaria e il sostentamento del flusso di credito verso le imprese, attraverso la diversificazione delle forme di finanziamento disponibile. In particolare, gli artt. 21 (“Misure a favore delle emissioni di obbligazioni societarie”) e 22 (“Misure a favore del credito alle imprese”) introducono novità volte a favorire l'emissione di obbligazioni societarie nonché a incentivare l'ampliamento delle fonti di finanziamento disponibili.

#### **3.1. Misure a favore delle emissioni di obbligazioni societarie**

In primo luogo, per incentivare l'emissione di minibond si estende la sfera applicativa del regime fiscale previsto *ad hoc* per gli stessi.

In particolare, la ritenuta del 26%<sup>142</sup>, viene ad applicarsi non solo agli interessi e ai proventi relativi ai minibond emessi da società non quotate negoziate in un mercato regolamentato o in un sistema di multilaterale di negoziazione, ma anche agli interessi ed ai proventi derivanti da minibond non negoziati in mercati regolamentati e in sistemi multilaterali di negoziazione alla sola condizione che siano detenuti da investitori qualificati.

Inoltre, si prevede altresì che la ritenuta del 26% non si applica agli interessi e proventi relativi alle obbligazioni, titoli similari e delle cambiali finanziarie corrisposti a:

---

<sup>142</sup> Il D.L. 66/2014 ha aumentato l'aliquota dal 20% al 26%.

- organismi di investimento collettivo istituiti in Italia o in uno Stato membro dell'Unione Europea, il cui patrimonio sia investito in misura superiore al 50% in obbligazioni, titoli similari e cambiali finanziarie, e le cui quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati;
- società per la cartolarizzazione dei crediti, emittenti titoli destinati ad essere detenuti da investitori qualificati, il cui patrimonio sia investito in misura superiore al 50% in obbligazioni, titoli similari e cambiali finanziarie.

### **3.2. Misure a favore del credito alle imprese**

Nel nostro ordinamento l'esercizio del credito costituisce una attività riservata in via esclusiva a favore di banche e intermediari finanziari non bancari e si riferisce alla «*concessione finanziamenti sotto qualsiasi forma*».

La normativa secondaria<sup>143</sup> specifica che tale locuzione si riferisce a qualsiasi ipotesi di erogazione del credito, a prescindere dalla forma tecnica utilizzata<sup>144</sup>.

---

<sup>143</sup> art. 3D.M. 2917/2009.

<sup>144</sup> «L'ampiezza di tale nozione è tale che possono ricadervi, oltre alle tradizionali forme di erogazione del credito (id est, i rapporti di mutuo e di apertura di credito), anche operazioni finanziarie molto diversificate tra di loro, ivi incluse la locazione finanziaria, l'acquisto di crediti pro soluto o pro solvendo (tipico ad esempio in operazioni di factoring), il credito al consumo (fatta eccezione per la forma tecnica della dilazione di pagamento del prezzo svolta dai soggetti autorizzati alla vendita di beni e servizi nel territorio italiano), il credito ipotecario e il prestito su pegno. Ancora, rientra espressamente nel novero delle attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma il rilascio di garanzie sostitutive del credito e gli impegni di firma, ivi incluso il rilascio di fideiussioni, avalli, aperture di credito documentarie, accettazioni, girate, impegni a concedere credito, per quanto, in tutti

La riserva opera solo nella misura in cui l'esercizio del credito sia rivolto al pubblico, «nei confronti dei terzi con carattere di professionalità»<sup>145</sup>.

La sfera applicativa della riserva quindi è estremamente ampia, riguardando una qualunque operazione di concessione del credito, indipendentemente dalla forma tecnica utilizzata, rivolta al pubblico, posta in essere in modalità tali da denotare l'idoneità del finanziatore a svolgerla in modo abituale e sistematico.

Inoltre, la violazione della riserva rappresenta un illecito avente rilevanza penale, perfezionando il reato di abusiva attività finanziaria ex art. 132 TUB.

Il quadro normativo descritto mostra come una riserva di attività così ampia e severamente tutelata, abbia contribuito in modo sostanziale alla creazione di una situazione di pressoché totale assenza di fonti di finanziamento alternative a quella bancaria.

Il Decreto Competitività è intervenuto in modo tale, pur permanendo la riserva di attività di esercizio del credito a favore delle banche e degli intermediari autorizzati, ad estendere anche a imprese

---

*questi casi, non vi sia, almeno inizialmente, alcun prestito di denaro e l'obbligo di rimborso, tipico di ogni finanziamento, sorga eventualmente in un momento successivo, nell'ipotesi di escussione della garanzia o dell'impegno di firma»* così A. GIANNELLI, *Shadow banking e liberalizzazione del credito*, Bocconi Legal Papers, 23, 2014, 31.

<sup>145</sup> A. GIANNELLI, *Shadow banking e liberalizzazione del credito*, cit., 33, che chiarisce come «il concetto di professionalità è generalmente riferito ad attività esercitate in maniera abituale e organizzata. Ciò nondimeno, sulla base dell'elaborazione dottrinale e giurisprudenziale avente ad oggetto gli elementi essenziali della nozione di imprenditore ex art. 2082 cod. civ., anche lo svolgimento di una singola operazione può soddisfare il requisito della professionalità, purché caratterizzata da un elevato grado di complessità, di per sé idonea ad escluderne il carattere occasionale e non sistematico».

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

di assicurazione, alle società veicolo per la cartolarizzazione e a gli organismi di investimento collettivo la possibilità di erogare finanziamenti alle imprese.

In ogni caso, la possibilità per tali soggetti di concedere credito è subordinata alla presenza di determinati condizioni che riguardano *inter alia* le categorie di soggetti nei confronti dei quali l'attività potrà essere svolta e il processo di individuazione dei beneficiari.

Vediamo più nel dettaglio come si declina la disciplina in esame in riferimento a ciascuno dei soggetti a cui il legislatore ha esteso la possibilità di esercitare il credito.

### **3.2.1. I fondi comuni d'investimento chiusi**

Per quanto riguarda gli OICR, in base alle disposizioni introdotte dal Decreto, essi potranno non solo investire in finanziamenti concessi da terzi –acquistando i relativi crediti -, come già previsto in precedenza<sup>146</sup>, ma potranno anche erogare direttamente nuovi crediti a valere sul proprio patrimonio, ossia sulla liquidità raccolta presso i detentori delle quote del fondo (art. 1, comma 1, lett. k, TUF).

Invero, già in precedenza il legislatore aveva esteso l'operatività degli OICR, intervenendo in base delega di cui all'art. 39 TUF, a determinare, *inter alia*, gli *assets* che possono costituire oggetto di investimenti da parte degli stessi OICR. Infatti, già lo schema di regolamento attuativo, pubblicato per la consultazione pubblica dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, prevedeva che il patrimonio

---

<sup>146</sup>M. BIASIN, M. SCIUTO, Il Fondo di Credito Diretto (*Direct Lending Fund*), Banca Borsa Titoli di Credito, fasc.5, 2016, 2.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

dell'OICR può essere investito in «*crediti e titoli rappresentativi di crediti, ivi inclusi i crediti erogati a valere sul patrimonio dell'Oicr*».

Specificando però che non tutti gli OICR potranno concedere finanziamenti in via diretta, in quanto in tale possibilità è prevista soltanto per i FIA (fondi alternativi di investimento) istituiti in forma chiusa <sup>147</sup>.

Tale limitazione è dettata dalla necessità di prevenire situazioni di carenza di liquidità determinate dalla richiesta da parte degli investitori di chiedere il riscatto delle proprie quote precedentemente a che i finanziamenti erogati siano rimborsati <sup>148</sup>.

I fondi chiusi possono erogare credito diretto sia a persone fisiche che a persone giuridiche, senza alcuna limitazione in termini di dimensioni delle imprese finanziate, come invece è previsto per le assicurazioni e le società di cartolarizzazione dei crediti.

L'intervento del Decreto Competitività è fondamentale affinché i fondi comuni italiani possano essere competitivi a livello internazionale, dato la facoltà di esercitare l'attività del credito diretto, stante l'assenza di riserva, è già da tempo prevista in molti ordinamenti stranieri.

Peraltro, l'apertura rappresentata da tale intervento normativo è in linea con le iniziative legislative sviluppate in ambito europea per creare un quadro normativo comune in materia di fondi di investimento a lungo termine (*European Long-Term Investment Funds –ELTIF*) <sup>149</sup>, ossia fondi che operano a livello comunitario investendo, anche erogando finanziamenti, le liquidità raccolte presso i quotisti in

---

<sup>147</sup> art. 1, c. 1, lett. *k-bis e k-ter*, TUF; cfr. M. BIASIN, M. SCIUTO, *Il Fondo di Credito Diretto (Direct Lending Fund)*, cit.

<sup>148</sup> A. GIANNELLI, *Shadow banking e liberalizzazione del credito*, cit., 36.

<sup>149</sup> Regolamento EU 2015/760.

progetti a rilevanza infrastrutturale, che implicino una disponibilità finanziari di lungo termine

### **3.2.2. Le imprese di assicurazione**

Con il Decreto Competitività le imprese di assicurazione possono erogare finanziamenti diretti, andando oltre la possibilità, già precedentemente prevista, di investire in crediti originati da operazioni di finanziamento da altri intermediari abilitati all'esercizio del credito.

Le imprese di assicurazione possono erogare credito in favore di soggetti diversi dalle persone fisiche, differentemente da i fondi di investimento chiusi che, come abbiamo visto, non incontrano limitazioni in funzione del soggetto beneficiario del finanziamento.

Invero, il legislatore non introduce una deroga alla riserva di attività di esercizio del credito di cui all'art. 106, bensì introduce all'art.114 TUB, il nuovo comma *2-bis* in base a cui l'operatività, diversa dal rilascio di garanzia, effettuata da imprese di assicurazione, non configura esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti.

Come sottolineato dalla dottrina, si tratta di un "*escamotage definitorio*"<sup>150</sup> volto esclusivamente a evitare di derogare espressamente alla riserva. Il legislatore considera l'erogazione di finanziamenti da parte delle assicurazioni come attività non riconducibile all'oggetto della riserva: si tratta di un'attività che non è sussumibile sotto la fattispecie della riserva, mancando l'esercizio nei confronti del pubblico, e, quindi, della professionalità.

Invero, pare assai difficile non considerare l'esercizio del credito effettuato da un'assicurazione come non dotato di tali requisiti anche

---

<sup>150</sup> A. GIANNELLI, *Shadow banking e liberalizzazione del credito*, cit.,39.

considerando che, sia la dottrina che la giurisprudenza, hanno considerato integrare la riserva anche l'effettuazione di una singola operazione di finanziamento, laddove sia tale da implicare l'idoneità del finanziatore a svolgere professionalmente l'attività di finanziamento<sup>151</sup>.

La disciplina, come abbiamo in parte anticipato, pone una serie di limitazioni alla possibilità di erogazione del credito da parte delle assicurazioni.

In primo luogo, si escludono le microimprese e le persone fisiche dal novero dei beneficiari dell'attività di finanziamento delle imprese di assicurazione.

Inoltre, i finanziamenti erogati possono essere utilizzati a copertura delle riserve tecniche solo entro i limiti stabiliti dal D.lgs. 209/2005 (Codice delle assicurazioni private), e dalle relative disposizioni attuative emanate dall'IVASS. Più nel dettaglio, il Decreto Competitività ha modificato l'art. 38, comma 2, del D.lgs. 209/2005, e previsto che l'IVASS stabilisca le tipologie, modalità, limiti d'impiego e quote massime di ciascuna categoria di attivi posti a copertura delle riserve tecniche in conformità all'ordinamento comunitario, le condizioni e i limiti operativi per l'erogazione diretta di finanziamenti in base a determinati criteri: *«a) i prenditori dei finanziamenti siano individuati da una banca o da un intermediario finanziario iscritto nell'albo di cui all'articolo 106 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, e successive modificazioni; b) la banca o l'intermediario finanziario di cui alla lettera a) trattienga un interesse economico nell'operazione, pari ad almeno il 5 per cento del finanziamento concesso, trasferibile anche a un'altra banca o intermediario finanziario, fino alla scadenza dell'operazione; c) il*

---

<sup>151</sup> A. GIANNELLI, *Shadow banking e liberalizzazione del credito*, cit., 39.



*sistema dei controlli interni e gestione dei rischi dell'impresa sia adeguato e consenta di comprendere a pieno i rischi, in particolare di credito, connessi a tale categoria di attivi; d) l'impresa sia dotata di un adeguato livello di patrimonializzazione».*

IVASS è intervenuta con il provvedimento n.22 del 21 ottobre 2014, emanando le disposizioni attuative delle disposizioni citate, emendando e integrando il Regolamento ISVAP 36/2011, che pone le linee guida per gli investimenti e gli attivi di copertura delle riserve tecniche di cui al Codice delle Assicurazioni private.

### **3.2.3. Le società di cartolarizzazione**

Il Decreto Competitività interviene sulla l. 130/1999 introducendo all'art. 1 il comma 1-ter in base al quale la società di cartolarizzazione può erogare credito alle imprese non solo acquistando crediti già erogati da terzi intermediari abilitati ovvero, in base alle disposizioni introdotte dal Decreto Destinazione Italia<sup>152</sup>, attraverso la sottoscrizione di obbligazioni o titoli simili o cambiali finanziarie emesse dalle imprese medesime, ma anche erogando direttamente finanziamenti.

Analogamente a quanto previsto per il caso dei finanziamenti erogati dalle assicurazioni, il legislatore subordina l'attività di esercizio di credito diretto a determinati requisiti e limitazioni.

Anche per le società di cartolarizzazione, si escludono dal novero dei prenditori le persone fisiche e le microimprese.

E ugualmente si prevede un ruolo della banca o di altri intermediari finanziari nella individuazione dei beneficiari nonché che gli stessi debbano mantenere un significativo interesse economico

---

<sup>152</sup>Supra Cap. II, §2.4.

nell'operazione, in base alle specifiche che devono essere stabilite da Banca d'Italia.

Inoltre, si richiede che i titoli emessi dalla società di cartolarizzazione per finanziare il soggetto cedente dei crediti oggetto della cartolarizzazione siano destinati in via esclusiva a investitori qualificati.

Indubbiamente, con l'introduzione del nuovo comma 1-ter, viene ad ampliarsi la fattispecie che definisce un'operazione di cartolarizzazione<sup>153</sup>, poiché l'oggetto della cartolarizzazione può essere costituito non solo da crediti che fanno capo alla società cedente, c.d. *originator*, preesistenti all'operazioni e originati da terzi, ma anche da crediti nati nell'ambito dell'operazione di cartolarizzazione stessa, cioè da crediti derivanti dal finanziamento concesso dalla società di cartolarizzazione con incassi derivanti dai titoli ABS da essa stessa emessi.

Tale novità ha una portata operativa potenzialmente dirompente in quanto viene a conformarsi uno strumento effettivamente alternativo rispetto al credito bancario. Attraverso tale meccanismo, investitori istituzionali che operano a livello internazionale o che

---

<sup>153</sup>Peraltro, come sottolineato da A. GIANNELLI, *Shadow banking e liberalizzazione del credito*, cit. 45, «la qualificazione di tale ulteriore fattispecie come cartolarizzazione costituisce una scelta forte da parte del legislatore italiano, rispetto alla quale si riscontra una posizione meno netta nella stessa regolamentazione comunitaria. Il riferimento è in particolare al Considerando 50 del CRR ove si legge tra l'altro che "un'esposizione che crea un'obbligazione di pagamento diretto per un'operazione o uno schema utilizzato per finanziare o amministrare attività materiali non dovrebbe essere considerata un'esposizione verso una cartolarizzazione, anche se l'operazione o lo schema comporta obbligazioni di pagamento di rango diverso". In tale ipotesi, infatti, poiché - come si è detto - l'esposizione creditizia sorge direttamente in capo alla Scc, manca il trasferimento del rischio che caratterizza le cartolarizzazioni in senso stretto».

comunque non sono autorizzati a esercitare credito in Italia potrebbe finanziare imprese italiane per il tramite della società veicolo, sottoscrivendo integralmente i titoli emessi dalla stessa.

### CAPITOLO III

#### **Caratteristiche del mercato dei minibond ed analisi dello stesso come strumento di finanziamento alternativo, con particolare riferimento alle PMI.**

**SOMMARIO:** 1. Processo di emissione; - 1.1 Il ruolo dello *Sponsor*; -1.2 Il bilancio certificato; - 1.3 Attribuzione del rating; - 1.4 Garanti delle emissioni; - 2. Il mercato dei minibond; - 2.1 Il segmento ExtraMOT PRO; - 2.2 Caratteristiche degli emittenti e dinamiche di mercato; - 2.3 Costi di emissione; - 2.4 Gli investitori; - 2.5 I fondi di *Private Debt*; - 2.5.1. Il Fondo Italiano d'Investimento - 2.6 Cartolarizzazioni di minibond; - 2.8 I minibond come circuito di offerta di credito alternativo a quello bancario.

## 1. Processo di emissione

Prima di analizzare gli sviluppi del mercato dei titoli di debito avvenuti a partire dall'entrata in vigore delle misure normative che abbiamo descritto nel secondo capitolo, esaminiamo il processo di emissione, gli attori in esso coinvolti e le peculiarità che questo presenta rispetto ad altre emissioni di strumenti finanziari.

Il processo di emissione di minibond e cambiali finanziarie ex art. 32 del Decreto Sviluppo si articola in più fasi.

In primo luogo, è necessario verificare la presenza dei requisiti soggettivi ed oggettivi richiesti per poter precedere all'emissione: possono emettere strumenti finanziari ai sensi del comma 1 dell'art. 32 del Decreto Sviluppo, le società di capitali non aventi titoli rappresentativi del capitale negoziati in mercati regolamentati o non regolamentati, diverse dalle banche e dalle microimprese<sup>154</sup>.

Oltre a tali requisiti richiesti dalla legge, si deve procedere ad analizzare la presenza di condizioni economico-finanziarie adeguate. Il legislatore, infatti, non fissa requisiti quali-quantitativi per la definizione del perimetro delle imprese potenzialmente emittenti minibond e cambiali finanziarie nell'ambito del quadro incentivante del Decreto Sviluppo. Il legislatore si limita a definire il *target* di impresa emittente facendo riferimento a società per azioni e cooperative le cui azioni non siano quotate in mercati regolamentati, avendo in mente le difficoltà di accesso al credito delle PMI, categoria in cui ricade gran parte delle società eleggibili.

---

<sup>154</sup> La microimpresa viene definita dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea del 6 maggio 2003 come impresa che occupa meno di 10 persone e che produce un fatturato annuo o un totale di bilancio annuo non superiore a 2 milioni di euro.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

Si sono susseguiti numerosi studi per individuare le imprese potenzialmente eleggibili, non solo da un punto di vista formale, ma anche avendo riguardo alla sostenibilità finanziaria di un'operazione di emissione obbligazionaria.

Uno studio condotto dal Cerved<sup>155</sup> ha individuato 155.000 società di capitali diverse da micro-imprese e banche attive in Italia. Guardando più nel dettaglio e cercando di circoscrivere ulteriormente per individuare le imprese che presentino un effettivo potenziale, lo studio indica che le società con un fatturato tra i 10 e i 250 milioni di euro siano 25.400. Tra queste, 18.000 sono ritenute *investment grade*<sup>156</sup>. Considerando anche le società con un fatturato pari a 5 milioni di euro, le società *investment grade* eleggibili salirebbero a 33.000.

Più cauta è la stima effettuata dall'agenzia di rating CRIF<sup>157</sup>, in base alla quale sarebbero 10.000 le società di capitali italiane potenziali emittenti di minibond e cambiali finanziarie. Il campione viene così a determinarsi considerando tre parametri: fatturato pari o superiore a 5 milioni di euro, EBITDA positivo negli ultimi tre anni e leva finanziaria non superiore a 4.

È significativo notare come, delle 10.000 imprese così individuate, la grande maggioranza (9.100 su 10.000) sono PMI, presentando un fatturato inferiore a 50 milioni di euro.

Prometeia riduce ulteriormente il campione di società eleggibili ad un numero di 1.400 imprese, applicando parametri ancor più stringenti: fatturato tra 10 e 200 milioni di euro, crescita del fatturato

---

<sup>155</sup>V. MOMONI, *Il ruolo di Cerved Group*, 7 marzo 2014.

<sup>156</sup> Per strumenti finanziari *investment grade* si intendono quelli cui è stato attribuito un rating tale da essere ritenuti affidabili dagli investitori.

<sup>157</sup>CRIF RATING AGENCY, *Osservatorio credito alle imprese: Minibond – un'opzione per 10.000 imprese*, Rassegna Stampa, 2013.

pari o superiore al 5% negli ultimi tre anni, EBITDA pari almeno al 7%; rapporto debiti finanziari/EBTDA inferiore a 5 e capitalizzazione pari almeno al 35%.

Nella selezione delle potenziali imprese emittenti, si guarda, quindi, ai livelli di fatturato, di redditività, si verificherà la solidità patrimoniale nonché la sostenibilità finanziaria dell'indebitamento e si svilupperà un *business plan*, documento che espone il progetto della società emittente e alle capacità della stessa di produrre flussi finanziari di ammontare sufficiente a rimborsare gli investitori.

In tale fase, un *Advisor* finanziario affianca la società emittenda, la supporta nella strutturazione dell'emissione, predisponendo o revisionando il *business plan* e, parallelamente, asseverando l'adeguatezza dei sistemi contabili e di pianificazione e controllo.

Inoltre, la società incarica un'*Arranger* affinché si interfacci per conto dell'emittente con gli investitori e individui i sottoscrittori. Per il tramite dell'*Arranger*, le informazioni fornite dalla società e processate dall'*Advisor*, vengono veicolate al mercato attraverso un documento di sintesi (c.d. *Credit Memorandum*) così che gli investitori possano valutare ed, eventuale, mostrare interesse per l'operazione.

Generalmente, ma non obbligatoriamente, un'agenzia di rating esterna attribuisce una valutazione sulla società emittenda. In ogni caso, come vedremo più approfonditamente, la presenza del rating può essere decisiva rispetto alla valutazione del mercato rispetto all'emissione.

Successivamente, l'*Advisor* elabora un c.d. *term sheet* dell'operazione e il regolamento del prestito e procede a promuovere il progetto di investimento presso *road show* o incontri individuali con potenziali investitori.

Infine, si predispone la documentazione legale per l'emissione dello strumento finanziario che viene poi sottoscritto e collocato presso gli investitori qualificati. Inoltre, lo strumento può essere quotato, ad esempio, presso il segmento di mercato ExtraMOT PRO di Borsa Italiana<sup>158</sup>.

### **1.1 Il ruolo dello Sponsor**

Al fine di rendere l'emissione maggiormente appetibile per gli investitori istituzionali, il Decreto Sviluppo ha previsto che la società potenziale emittente sia affiancata da uno *Sponsor*. Possono assumere tale ruolo: le banche, le imprese di investimento, le società di gestione del risparmio, le società di gestione armonizzate, le società a capitale variabile, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco di cui all'art. 107 TUB.

L'assistenza dello *Sponsor* è richiesta sia nella fase di emissione che di collocamento.

*In primis*, lo *Sponsor* deve attribuire alla società una valutazione della sua qualità creditizia anche considerando la presenza di eventuali garanzie (art. 2-ter, Decreto Sviluppo). Infatti, la valutazione circa la qualità creditizia della società deve essere resa pubblica. Tale *disclosure* è positivamente accolta dal mercato in quanto si tratta di un *rating* accessibile e proveniente da fonte attendibile.

In secondo luogo, il Decreto Sviluppo richiede allo *Sponsor* di sottoscrivere una quota dei titoli emessi (non inferiore al 5% del valore di emissione dei titoli, per le emissioni fino a 5 milioni di euro, al 3% del valore di emissione eccedente 5 milioni di euro, fino a 10 milioni di euro, in aggiunta alla quota precedente, ed il 2% del valore

---

<sup>158</sup> Come meglio analizzeremo nel § 2.1.



di emissione eccedente 10 milioni di euro, in aggiunta alle quote anzidette) e di mantenerli nel proprio portafoglio fino a scadenza.

Inoltre, lo *Sponsor* deve segnalare periodicamente se l'ammontare di titoli in circolazione è superiore al totale dell'attivo corrente, come risultante dall'ultimo bilancio approvato<sup>159</sup>.

L'obbligo di nomina dello *Sponsor* viene meno nel caso in cui l'emissione sia assistita da garanzie per un ammontare almeno pari al 25% del valore di emissione, prestate da una banca, da un'impresa di investimento o da un consorzio di garanzia collettiva dei fidi (art.5-*quinqueis*, Decreto Sviluppo).

## 1.2 Il bilancio certificato

Il Decreto Sviluppo richiede che l'ultimo bilancio della società emittente sia assoggettato a revisione contabile da parte di un revisore legale o di una società di revisione legale iscritti presso il Registro dei revisori legali e delle società di revisione (art. 2-*bis*, lett. c), Decreto Sviluppo).

L'obbligatorietà di tale requisito rappresenta un passo significativo verso la valorizzazione della trasparenza come elemento sostanziale rispetto al successo dell'emissione e, più in generale, all'affermazione dell'impresa nel mercato come realtà stabile e seria<sup>160</sup>. La scarsa trasparenza rende impossibile effettuare un'analisi

---

<sup>159</sup> È venuto, invece, meno l'obbligo per il quale lo Sponsor deve procedere ad una valutazione semestrale dei titoli per attestarne il valore nel tempo.

<sup>160</sup>G. CALCAGNINI, P. DEMARTINI, *Banche e PMI: "le regole dell'attrazione". Spunti di riflessione su vincoli e opportunità di Basilea 2 per lo sviluppo delle piccole e medie imprese*, FrancoAngeli, 2009, che pongono tra le criticità caratterizzanti le PMI italiane proprio l'opacità informativa causata dal bassissimo livello di trasparenza e delle lacune nella cultura finanziaria e di controllo gestionale.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

efficiente che individui investimenti remunerativi e imprese con prospettive finanziarie interessanti. Causa di tale scarsa trasparenza è la carenza di esaustività delle informazioni contenute nei documenti contabili delle imprese minori.

È il legislatore a predisporre obblighi contabili semplificati per le imprese di piccole dimensioni avendo bene in mente che la flessibilità dei processi produttivi che caratterizza queste realtà rende meno stringenti le esigenze di controllo di gestione e pianificazione, essenziali invece nelle imprese di grandi dimensioni. Inoltre, nella grande maggioranza dei casi, nella figura dell'imprenditore si concentrano molte delle funzioni aziendali, rendendosi più lineare il processo dei flussi informativi interni e meno procedimentalizzata e formalizzata l'attività.

Semplificazione che però si è sostanzialmente tradotta in una scarsità di informazioni fornite ai terzi a fronte di una limitata propensione a diffondere dati di tipo economico e finanziario, parte ormai della *forma mentis* dell'imprenditore italiano.

Esiste una difficoltà culturale delle imprese nel comprendere come un corretto flusso informativo verso l'esterno sia fondamentale per soddisfare il fabbisogno informativo di tutti gli interlocutori dell'impresa stessa.

In generale, il legislatore vorrebbe ora cambiare tale approccio, tendendo ad avvicinare lo statuto delle PMI a quello richiesto dai mercati regolamentati, cioè di piena *disclosure* sulla situazione contabile ma più in generale anche del modello di *governance*, delle prospettive finanziarie e di qualsiasi altro elemento che ponga gli

investitori in grado di valutare in modo preciso il profilo di rischio dell'emittente<sup>161</sup>.

Ciò che pare, però, contraddittorio è che il legislatore richieda che solo l'ultimo dei bilanci approvati dalla società sia soggetto alla revisione contabile, così che l'impresa possa decidere di non sottoporre i bilanci successivi a certificazione, andando quasi a vanificare la *ratio* della norma.

### 1.3 Attribuzione del rating

Il Decreto Sviluppo non prevede quale requisito obbligatorio per l'impresa l'ottenimento di un rating esterno, sebbene il mercato consideri la presenza di una valutazione esterna del merito creditizio dell'impresa molto positivamente.

Tale informazione è infatti sostanziale per fornire ai potenziali investitori istituzionali un quadro affidabile dell'impresa emittente, delle sue condizioni finanziarie, sulle potenzialità dell'attività sociale svolta.

Rappresenta uno degli strumenti che permette di migliorare il grado di trasparenza al mercato, come detto, strutturalmente basso nelle imprese di piccole e medie dimensioni, che rende indubbiamente più appetibile l'emissione. Si tratta infatti di un giudizio indipendente e aggiuntivo rispetto a quello dello *Sponsor*.

Il rating può essere *solicited* o *unsolicited*.

Il rating *solicited* è la quantificazione del rischio di *default* della società emittente basata su informazioni quali-quantitative e richiede una collaborazione diretta con la società oggetto del rating, che lo

---

<sup>161</sup>G. CORÒ, R. GRANDINETTI, *Strategie di crescita delle medie imprese*, Milano, Edizioni Il Sole 24 ore, 2007.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

richiede ad un'agenzia indipendente. La durata della validità del rating è di un anno dall'emissione ed è costantemente aggiornato e riespresso nel caso di verifiche variazioni sul profilo di rischio.

In particolare, alla società di rating vengono generalmente sottoposti i bilanci approvati della società target degli ultimi anni (dai 3 a 5 anni precedenti) e il *business plan* relativo all'emissione. Viene poi individuato, in base a tali evidenze ed un'accurata *duediligence*, un rating che sarà utilizzato come riferimento per la negoziazione del rendimento dell'obbligazione. Più precisamente, il rating si riflette sulla componente del rendimento relativa alla probabilità di *default* che rappresenta un costo implicito per i potenziali investitori, componente che ha un peso nella determinazione del rendimento minimo richiesto per l'emissione.

Il rating *unsolicited* non è invece richiesto dalla società emittente. In questo caso, l'agenzia di rating valuta il merito creditizio della società emittente in base alle informazioni pubblicamente disponibili, senza alcun coinvolgimento diretto da parte della società emittente.

Guardando alle emissioni di ammontare inferiore ai 50 milioni di euro, effettuate dal novembre 2012 alla fine del 2016, solo il 19 % è *solicited*, il rimanente 81% è *unsolicited* o *undisclosed*<sup>162</sup>.

In generale, la maggior parte delle imprese che hanno richiesto l'attribuzione del rating sono società di grandi dimensioni e per emissioni di taglio medio-grande, per garantire il rispetto dei canoni di trasparenza a cui gli investitori istituzionali "più sofisticati"<sup>163</sup>.

---

<sup>162</sup>Barometro minibond: market trends, aggiornato al 31 dicembre 2016. Disponibile al link: <https://minibonditaly.it/approfondimento/barometro-minibond-market-trends-dati-aggiornati-al-31122016.html>

<sup>163</sup> Osservatorio Mini-Bond, *Il Report italiano sui Mini-Bond*, cit., 47.

Le PMI, invece, più difficilmente sostengono il costo relativo all'attribuzione del rating, ricorrendo molto più frequentemente all'apposizione di *covenant* nell'ambito della struttura contrattuale dello strumento finanziario emesso, così da fornire agli investitori strumenti alternativi di tutela del proprio investimento.

Oltre al fattore legato meramente ai costi connessi al rating è ragionevole ritenere anche che, trattandosi nel caso delle PMI, generalmente di emissioni di minori dimensioni, gli emittenti abbiano la possibilità di interagire con gli investitori interessati in modo più immediato, così che possano valutare direttamente questi la meritevolezza debitoria dell'emittente<sup>164</sup>.

#### **1.4 Garanti delle emissioni**

Ci sono varie garanzie che possono assistere un'emissione di minibond. La scelta tra le diverse fattispecie è in funzione delle strategie di copertura dei rischi individuate di volta in volta a seconda delle caratteristiche della società emittente. Generalmente, l'assistenza di garanzie è necessaria quando il merito creditizio della società potenziale emittente sia ritenuto inadeguato rispetto alla sostenibilità dell'emissione: la rischiosità dell'investimento viene, quindi, mitigata dall'attivazione di una o più forme di copertura<sup>165</sup>.

---

<sup>164</sup>*Ivi*.

<sup>165</sup>*Minibond Strumenti di debito alternativi*, Commissione di studio sul diritto e la pratica societaria presso l'Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili di Biella, Il Commerci@lista, 2014, 36 ss. Disponibile al link: [http://www.odcec.torino.it/public/circolari/monografia\\_minibond\\_-il\\_commerci\\_lista\\_001.pdf](http://www.odcec.torino.it/public/circolari/monografia_minibond_-il_commerci_lista_001.pdf)

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

Come abbiamo analizzato nel secondo capitolo, il legislatore ha esteso l'operatività del Fondo Centrale di Garanzia per PMI anche all'emissione di minibond.

In particolare, il Fondo di Garanzia per le PMI può intervenire come garante diretto a beneficio di uno o più intermediari finanziari che sottoscrivono i strumenti oggetto di emissione, ovvero come garante indiretto o contro-garante, riassicurando le garanzie concesse all'emittente da Confidi nell'ambito appunto di operazioni di emissione.

A partire dall'entrata in vigore del decreto ministeriale 5 giugno 2014 che ha dato attuazione alle disposizioni del Decreto Destinazione Italia è stata effettuata una sola operazione assistita dalla garanzia diretta del Fondo di Garanzia per le PMI per il 100% sottoscritta dallo stesso istituto di credito richiedente. Si tratta di Essepi Ingegneria SpA, attiva nel settore dell'efficientamento energetico, che ha emesso un prestito obbligazionario di ammontare pari a 2,2 milioni di Euro, della durata di cinque anni, quotato dal 20 aprile 2015 sul segmento professionale ExtraMOT PRO, cedola del 5,4%, con profilo di rimborso del capitale di tipo *amortising*.

I fondi verranno utilizzati per il finanziamento del progetto Wind Sardinia volto alla messa in funzione di quattordici generatori eolici. La garanzia prestata dal fondo a favore di Zenit, unico sottoscrittore, è stata pari al 50% del valore dell'emissione, ammontare massimo previsto dal decreto ministeriale per i minibond con profilo di rimborso *amortising*<sup>166</sup>.

---

<sup>166</sup> Epic.it, *Zenit SGR sottoscrive il primo minibond garantito dal Fondo Centrale di Garanzia emesso da Essepi Ingegneria*, Aprile 2015, disponibile al link: <http://epic.it/it/blog/media-room/zenit-sgr-sottoscrive-il-primo-minibond-garantito-dal-fondo-centrale-di-garanzia#>

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

Inoltre, il FEI ha sottoscritto una serie di accordi con i fondi dedicati a mini-bond per il rilascio di garanzia sia a favore di singole emissioni che di portafogli di minibond<sup>167</sup>.

Il primo caso è stato quello del Fondo di Anthilia Capital Partners SGR a cui il FEI ha concesso una linea di credito da 50 milioni di euro per il rilascio di garanzie su minibond a fronte del pagamento di una commissione annua pari allo 0,25% del valore dell'emissione.

SACE ha predisposto per le PMI emittenti la c.d. garanzia per l'internazionalizzazione<sup>168</sup>. Tale garanzia si fonda su una serie di accordi conclusi da SACE e i principali gruppi bancari operanti in Italia, nell'ambito dei quali vengono determinati anche i plafond massimi dei capitali assicurabili da destinare alle imprese. Almeno la metà delle imprese emittenti o mutuatrici devono appartenere alla categoria delle PMI, il resto deve avere un fatturato non superiore ai 250 milioni di euro. Tutte le imprese devono presentare una componente di fatturato estero non inferiore al 10%. La garanzia concessa sul rischio di *default* delle imprese finanziate può avere una durata compresa tra i tre e i sei anni e copre fino ad un massimo del 70% del prestito erogato. Il costo della garanzia non grava sulle imprese emittenti: il premio assicurativo viene, infatti, corrisposto a SACE dalla banca investitrice come quota del margine d'interesse

---

<sup>167</sup>C. CARZANIGA, *Quale ruolo per i Confidi nel rilascio di garanzie a favore di minibond?*, newsletter del Consorzio Camerale per il credito e la finanza, Gennaio 2015. Disponibile al link: [http://www.consorziocreditoefinanza.it/wp-content/uploads/2016/09/39.-Dalla-newsletter\\_Quale-ruolo-per-i-Confidi-nel-rilascio-di-garanzie-a-favore-di-mini-bond-gennaio-2015.pdf](http://www.consorziocreditoefinanza.it/wp-content/uploads/2016/09/39.-Dalla-newsletter_Quale-ruolo-per-i-Confidi-nel-rilascio-di-garanzie-a-favore-di-mini-bond-gennaio-2015.pdf)

<sup>168</sup>AA.VV., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa – Minibond, Cambiali finanziaria, AIM, PorgettoElite, SPAC, Incentivi allo sviluppo*, FrancoAngeli, Milano, 2014, 64.

complessivamente incassata, proporzionalmente alla percentuale dei volumi garantiti.

Inoltre, esistono diverse iniziative a livello regionale e settoriale. Nel primo caso, possiamo citare l'esempio della garanzia di SFIRS, finanziaria partecipata dalla Regione Sardegna, che assiste emissioni di minibond aziende aventi sede in Sardegna e che investono sul territorio sardo. L'ammontare massimo della garanzia è dell'80% del valore di emissione in caso di garanzia diretta, e del 40% nel caso di cogaranzia, per un importo massimo di 2,5 milioni di euro per singola impresa emittente<sup>169</sup>.

Quanto invece a interventi di tipo settoriale, possiamo annoverare la garanzia diretta offerta da ISMEA (Istituto di Servizi per il Mercato Agricolo Alimentare) per le emissioni effettuate da imprese agricole<sup>170</sup>. L'importo massimo della garanzia è di un milione di euro per le piccole imprese e 2 milioni per quelle di medie dimensioni che comunque non può superare il 70% del valore dell'emissione, 80% nel caso in cui emittente sia un giovane agricoltore<sup>171172</sup>.

---

<sup>169</sup> ADVISEONLY, *Minibond, come funzionano le garanzie*, disponibile al link: <https://www.adviseonly.com/blog/brandcorner/zenit-sgr/minibond-come-funzionano-le-garanzie/>

<sup>170</sup> La legge di stabilità del 2015 ha esteso l'ambito operativo di tale garanzia, originariamente limitato ai finanziamenti bancari, anche all'emissioni obbligazionarie.

<sup>171</sup> La legge n.441/98 in materia di valorizzazione dell'imprenditoria giovanile in agricoltura equipara ai giovani agricoltori le società di capitali aventi ad oggetto sociale la conduzione di aziende agricole, laddove i conferimenti dei giovani agricoltori costituiscano oltre il 50 % del capitale sociale e gli organi di amministrazione della società siano costituiti in maggioranza da giovani agricoltori.

<sup>172</sup>L. ANGELASTRI, *Le garanzie pubbliche a sostegno dell'emissione dei mini bond*, 3 marzo 2016, disponibile al link:



L'emissione può essere assistita anche da coperture di tipo privato quali, ad esempio, il privilegio speciale sui beni strumentali a cui la società emittente<sup>173</sup> può ricorrere qualora dotata di un patrimonio immobilizzato che offra una ragionevole aspettativa di liquidità sul mercato (ad esempio, macchinari ad alta specializzazione e materiali o semilavorati fungibili in altre filiere produttive) e non sia in grado di fornire garanzie reali sul debito contratto.

Inoltre, nell'ambito di un gruppo di società, la capogruppo potrebbe prestare alla controllata emittente a garanzia della solvibilità di quest'ultima. Generalmente, la capogruppo presenta maggiore stabilità finanziaria e un più alto fatturato rispetto alle controllate e, per supportare lo sviluppo di queste, affianca all'emissione la propria fideiussione diretta, diminuendone il costo e favorendo condizione di emissione più favorevoli<sup>174</sup>.

In ultimo, nel contesto delle garanzie private, non possiamo non far riferimento al ruolo dei consorzi di garanzia detti anche Confidi<sup>175</sup>. I Confidi, nascono negli anni '50 a fini mutualistici come associazioni volontarie di imprese, per favorire l'accesso al credito da parte delle PMI attraverso la costituzione di fondi *ad hoc* a copertura dei finanziamenti bancari concessi alle aziende aderenti al consorzio.

Negli anni della crisi economica, con l'esacerbarsi delle condizioni di accesso al credito per le PMI italiane, da un lato l'attività dei Confidi ha visto una drastica riduzione, parallela ai

---

<http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2016-03-02/le-garanzie-pubbliche-sostegno-emissione-mini-bond-101603.php>

<sup>173</sup> Istituto analizzato più approfonditamente al Cap.I, § 2.1.

<sup>174</sup> *Minibond Strumenti di debito alternativi*, cit., 41.

<sup>175</sup> AA.VV., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti i finanza innovativa – Minibond, Cambiali finanziaria, AIM, PorgettoElite, SPAC, Incentivi allo sviluppo*, FrancoAngeli, 2014, Milano, 64.

minori volumi di credito bancario all'impresa, dall'altro, ha visto un ampliamento attraverso la ricerca di ulteriori tipologie di garanzia e affiancamento delle imprese, soprattutto PMI, che via via cercano di diversificare le fonti di finanziamento<sup>176</sup>.

Infatti, i Confidi, fin dall'entrata in vigore della normativa sui minibond, hanno avuto un ruolo di grande rilevanza sfruttando la propria conoscenza delle imprese sul territorio, le competenze in tema di valutazione del merito creditizio e mettendo a disposizione la propria consistenza patrimoniale a fini di garanzia.

Proprio a tal fine, cinque Confidi, di quattro diverse regioni, hanno avviato un progetto sperimentale, fondato su uno schema di emissione in "club deal" di cambiali finanziarie (di importo pari a 500.000 euro con scadenza a un anno) che saranno emesse da quaranta imprese con sede nelle regioni dei Confidi. In particolare, ogni emissione sarà assistita da una co-garanzia pro quota dei cinque Confidi in modo tale da coprire integralmente l'importo emesso. Nell'ambito di tale schema, la garanzia, coprendo il 100% del rischio di insolvenza delle imprese emittenti, assume un ruolo fondamentale per gli investitori che, potendo beneficiare alla consistenza di questa, saranno disposti ad abbassare le proprie aspettative in termini di merito creditizio delle singole imprese selezionate<sup>177</sup>.

Delle emissioni fin'ora effettuate, solo il 22% sono assistite da una qualche forma di garanzia<sup>178</sup>. Si tratta, per la maggior parte di ipoteche su beni, pegni su titoli azionari dell'emittente e fidejussioni

---

<sup>176</sup> P. PARINI, *Non solo garanzie: mini-bond anche per le piccole imprese*, in *La legge delega per la riforma dei CONFIDI*, a cura dell'Ufficio Studi del Consorzio Camerale per il credito e la finanza, 2016, 18.

<sup>177</sup>P. PARINI, cit., 18.

<sup>178</sup>*Minibond scorecard: market trends*, aggiornato al 31 dicembre 2016, cit.

fornite da terzi. Le emissioni garantite hanno in taglio più grande rispetto alla media e con scadenze di lungo termine<sup>179</sup>.

Tali evidenze danno prova del fatto che, sebbene la garanzia venga accolta molto positivamente dal mercato e renda più appetibile l'emissione per gli investitori istituzionali, le imprese di più piccole dimensioni ritengono eccessivamente gravoso costituire una garanzia, ovvero potrebbero non avere adeguate conoscenze a proposito<sup>180</sup>.

Le imprese di grandi dimensioni sono invece più propense ad affrontare i costi relativi alla costituzione di garanzia, sia per una maggiore facilità nel collocamento, sia per la riduzione del costo del capitale che ne consegue.

## **2. Il mercato dei minibond**

### **2.1 Il segmento ExtraMOT PRO**

Parallelamente agli interventi normativi finalizzati a facilitare le emissioni di titoli di debito da parte delle società non quotate, Borsa Italiana ha risposto all'esigenza di creare un mercato secondario per gli stessi titoli, con l'apertura nel febbraio del 2013 di ExtraMOT PRO, un segmento del mercato ExtraMOT di Borsa Italiana<sup>181</sup>, riservato a investitori professionali<sup>182</sup>, su cui possono essere quotati project bond, obbligazioni, cambiali finanziaria e strumenti

---

<sup>179</sup>OSSERVATORIO MINI-BOND, *Il Report italiano sui Mini-Bond*, 2016, 49.

<sup>180</sup>Ivi.

<sup>181</sup>ExtraMOT è il sistema multilaterale di negoziazione (MTF) di Borsa Italiana per gli strumenti obbligazionari. Vedi, per una disamina più accurata: <http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/formazione/ilmercatoextramot/ilmercatoextramot.htm>

<sup>182</sup>Come definiti dalla Direttiva 2004/39/CE ("MIFID"), e ai sensi dell'art. 100 TUF.

partecipativi emessi da società di capitali, cooperative, assicurazioni ed enti pubblici.

Il costo di ammissione per singolo strumento emesso particolarmente contenuto: 2.500 euro *una tantum*, a prescindere dalla durata del titolo (500 nel caso in cui sia già quotato su altri mercati).

I requisiti di ammissione sono meno rigorosi rispetto a quelli previsti per il mercato regolamentato MOT, aperto, invece, a tutti gli investitori, anche *retail*. Inoltre, non è prevista l'intermediazione di figure quali il *listing partner* o il *liquidity provider*, richieste invece in altri segmenti borsistici. Conseguentemente, la quotazione nel segmento ExtraMOT PRO oltre ad essere più veloce, implica costi indiretti più bassi.

Analizziamo più nel dettaglio il processo di quotazione dei titoli sul segmento ExtraMOT PRO.

In primo luogo, la società emittente deve pubblicare i bilanci d'esercizio, nonché, se disponibili, quelli consolidati, degli ultimi due esercizi contabili, di cui almeno l'ultimo deve essere soggetto alla revisione legale di una società di revisione o ente iscritto all'albo.

Ulteriore condizione all'ammissione è che la società abbia pubblicato alternativamente:

- un prospetto, non oltre dodici mesi prima dell'ammissione alle negoziazioni, redatto in conformità alle disposizioni del Regolamento Prospetti 809/2004, che appunto definisce le informazioni che devono essere contenute, il modello dello stesso Prospetto e le formalità relative alla pubblicazione e alla diffusione;
- un documento di offerta ai sensi dell'art. 102 TUF;
- ovvero, un più snello documento di ammissione che contenga le informazioni richieste dal Regolamento del segmento ExtraMOT PRO, ossia:

- persone che ricoprono ruoli di responsabilità nella società emittente;
- fattori di rischio dell'emittente;
- informazioni sull'emittente;
- struttura organizzativa;
- compagine azionaria;
- informazioni finanziarie riguardo le attività e passività, situazione finanziaria, utili o perdite dell'ultimo esercizio contabile, oppure in allegato l'ultimo bilancio;
- le caratteristiche degli strumenti finanziari;
- ammissioni alle negoziazioni e modalità di negoziazione.

Nel caso in cui l'impresa sia già quotata su un mercato azionario, il documento può omettere di indicare le informazioni di cui ai primi sei punti.

In ogni caso, l'emittente invia a Borsa Italiana una bozza del documento e pubblica sul proprio sito internet una sezione dedicata agli investitori, il Prospetto Informativo ovvero il Documento di Ammissione, entro la sera precedente all'avviso di ammissione alle negoziazioni.

Viene, inoltre, richiesta a Banca d'Italia l'attribuzione di un codice ISIN, ovvero un codice identificativo universale associato ai titoli. Un volta ottenuto il codice ISIN, la società emittente redige su carta intestata la domanda di ammissione, utilizzando il modello predisposto da Borsa Italiana, sottoscritto dal legale rappresentante. In particolare, la domanda deve contenere una scheda riepilogativa delle caratteristiche dei titoli, indicazione del referente informativo, il sito internet dove verrà messa a disposizione l'informatica, facoltativamente anche un operatore specialista che sostenga la liquidità dei titoli

(*market maker*) e gli si deve allegare il Documento di Ammissione o il Prospetto, oppure l'indicazione di dove sia possibile reperirli.

Entro sette giorni dalla ricezione di tale documenti, Borsa Italiana comunica l'eventuale rigetto della domanda ovvero, accoglie l'istanza e comunica la data di inizio delle negoziazioni e le informazioni funzionali alle stesse

Un'ulteriore condizione all'ammissione alla negoziazione è la liquidabilità del titolo su Monte Titoli o Euroclear/Clearstream; pertanto, dopo la richiesta del codice ISIN, oltre all'istruttoria condotta da Borsa Italiana, l'emittente deve procedere alla richiesta di accentramento dei titoli.

Viene, quindi, pubblicato l'avviso di avvenuta ammissione dei titoli alla negoziazione su ExtraMOT PRO.

Una volta perfezionatasi la quotazione dei mini-bond, l'emittente deve pubblicare sul proprio sito internet:

- bilancio annuale soggetto a revisione legale, entro sei mesi dalla data della fine dell'esercizio contabile;
- eventuale attribuzione di rating pubblico o, eventuali, modifiche dello stesso;
- informazioni *price sensitive*;
- eventuali modifiche delle caratteristiche dell'emissione, o della modalità di esercizio dei diritti dei sottoscrittori
- informazioni tecniche dei titoli, incluse le informazioni sul metodo di calcolo degli interessi, eventuale rimborso anticipato dei titoli, e altre opzioni previste.

## 2.2 Caratteristiche degli emittenti e dinamiche di mercato

### *A) Trend dall'entrata in vigore del Decreto Sviluppo alla fine del 2014*

Dall'entrata in vigore del Decreto Sviluppo, si possono individuare varie fasi nel *trend* di emissioni di minibond e cambiali finanziarie.

Subito dopo l'entrata in vigore della normativa incentivante, le emissioni sono state discontinue e episodiche, riguardando tendenzialmente emissioni di grandi dimensioni, sopra i 500 milioni di Euro<sup>183</sup> provenienti da grandi realtà societarie.

Pertanto, in un primo momento, le novità legislative sono state sfruttate da imprese non rappresentative della dimensione imprenditoriale per la quale tale strumento era stato pensato dal legislatore.

Nel 2013, si registrano i primi effettivi sviluppi nel numero di emissioni e per importanza di volumi, ma è il 2014 ad essere fondamentale per la creazione di un effettivo mercato di tali strumenti finanziari.

Fino al 2014, le emissioni sono state soprattutto di obbligazioni, con sole 7 cambiali finanziarie (7,3% del totale) ed hanno raggiunto un valore nominale complessivo di 5,7 miliardi di Euro.

Guardando alle categorie delle imprese emittenti, titoli per soltanto 336,5 milioni di Euro sono stati emessi da PMI. Quanto invece ai volumi per singola emissione, le emissioni di importo

---

<sup>183</sup> Ad esempio, i casi di: Cerved Technologies (emissione contemporanea di 3 obbligazioni per un controvalore totale di € 780 milioni), Wind Acquisition Finance (emissione contemporanea di 2 obbligazioni per circa € 600 milioni), Ferrovie dello Stato (emissione di 2 obbligazioni per importi singoli superiori a € 500 milioni).

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

inferiore o uguale a 50 milioni di Euro sono state pari al 78% delle emissioni.

Sebbene fino al giugno 2013 nessuna PMI aveva effettuato emissioni, a fine 2014 le emissioni fatte da PMI risultavano essere il 44,8% (43, da 34 imprese, 39,5%, su 86).

Il valore medio per singola emissione effettuata dalle PMI era, alla fine del 2014, di 7,8 milioni di Euro contro i 101,6 delle grandi emittenti, per una media complessiva di 59,6 milioni<sup>184</sup>.

Ulteriore dato è quello relativo alla quotazione su un mercato di borsa dei gli strumenti finanziari emessi: circa il 90% è stata quotato sul segmento ExtraMOT PRO, il rimanente 10% di divide in titoli quotati in un listino estero europeo (Guala Closures SpA, Rottapharm Madaus, Zobe Holding, Salini Costruttori SpA, Prada Group SpA, Fincantieri SpA), altri non sono stati quotati su nessun mercato borsistico (American Coffee Company SpA, l'emissione del 2014 di Primi sui Motori SpA, Usco SpA, Eco Eridania SpA) e un caso di *dual listing* (segnatamente, Salini Costruttori SpA, quotato sia su ExtraMOT che su EuroTLX).

Dalla creazione del segmento ExtraMOT PRO, fino alla fine del 2014, si è visto un progressivo sviluppo sia in termini di numero di quotazioni che di volumi delle emissioni, che hanno raggiunto complessivamente i 4,8 miliardi di valore nominale. Sul segmento sono stati registrati, nel corso di tutto il 2014, scambi complessivi per 1.125 contratti, su un controvalore di quasi 128 miliardi di Euro, corrispondenti al 2,76% del valore nominale complessivo dei titoli<sup>185</sup>. Tali numeri riflettono il fatto che, dopo solo due anni dall'avvio della creazione di un mercato dei minibond aperto a soli investitori

---

<sup>184</sup>OSSERVATORIO MINI-BOND, *I Report italiano sui Mini-Bond*, cit.

<sup>185</sup> Ivi.



professionali, si era ancora in uno stadio sostanzialmente embrionale del suo sviluppo, in assenza di *players* fondamentali quali i fondi di *private debt* che faranno il loro ingresso nel mercato a partire dal 2015<sup>186</sup>.

#### *B) Evoluzione del mercato nel 2015*

Le emissioni di minibond registrate nel corso del 2015 sono 78. Si giunge a 179 emissioni complessive a partire dal 2012. Si tratta per la maggior parte di obbligazioni, nonostante siano quasi raddoppiate le emissioni di cambiali finanziarie (19 in totale, di cui 12 emesse nel 2015) rappresentanti il 10,6% del totale<sup>187</sup>.

Il valore nominale totale è di 7,191 miliardi di euro di cui 1,442 miliardi relativi al 2015, leggermente in calo rispetto al 2014 (1,770 miliardi). Soltanto 634,4 milioni del totale deriva da emissioni effettuate da PMI, comunque, proporzionalmente in netto aumento rispetto al 2014.

Guardando, però, alle emissioni inferiori o uguali a 50 milioni di euro, il capitale collocato è di 1.4 miliardi circa, rappresentando l'85% del totale delle emissioni effettuate<sup>188</sup>.

Nel corso degli anni il valore medio del collocamento è sceso drasticamente: partendo da 338 milioni nel secondo semestre del 2012, a 18 milioni del 2014, fino ai 10 milioni della prima metà del 2015, risalita a 22 milioni nella successiva.

Inoltre, sono aumentate le emissioni di taglio fino a 2 milioni di euro nonché tra i 2 e i 5 milioni di euro, mentre, diminuiscono le emissioni di grandi dimensioni.

---

<sup>186</sup> Ivi.

<sup>187</sup> OSSERVATORIO MINI-BOND, *Il Report italiano sui Mini-Bond*, 2016.

<sup>188</sup> Ivi.

In generale, delle 179 emissioni effettuate fino al 2015, 95, ovvero il 53%, provengono da PMI e le rimanenti 84 da imprese di grandi dimensioni.

Quasi la metà delle emissioni presenta un controvalore tra 2 e 10 milioni di euro, il 15% del totale non superano i 2 milioni. Confermando il *trend* di cui al 2014, il valore medio dei collocamenti effettuati dalle PMI (6,7 milioni di euro) è di molto inferiore a quello delle grandi imprese (78 milioni di euro), per una media complessiva di 40,2 milioni<sup>189</sup>.

Considerando tutte le emissioni fino al 2015, si conferma la quotazione sul segmento ExtraMOT PRO della maggioranza dei minibond (76%), laddove il 19,5% non sono quotati su alcun listino. Guardando però, esclusivamente alle emissioni effettuate nel 2015, le emissioni non quotate aumentano giungendo a rappresentare il 29,5% del totale. Tale incremento si spiega con l'ingresso nel mercato dei fondi specializzati di *private debt* e sottoscrivono anche tramite *private placement* le emissioni obbligazionarie.

Alla fine del 2015 risultavano quotati sul segmento ExtraMOT PRO titoli, per un valore nominale di 5,35 miliardi. Il mercato ha confermato, nel corso del 2015, un trend di crescita: sono stati quotati 57 titoli, e si sono verificati 18 casi di *delisting*, 15 dovuti alla scadenza del titolo nel corso dell'anno, 2 rimborsi anticipati con l'esercizio dell'opzione *call* (Bomi Italia, in funzione della quotazione su AIM Italia, e Cogemat, acquisita nel 2015 dal gruppo SNAI)<sup>190</sup>.

### *C) Trend del 2016, prime evidenze*

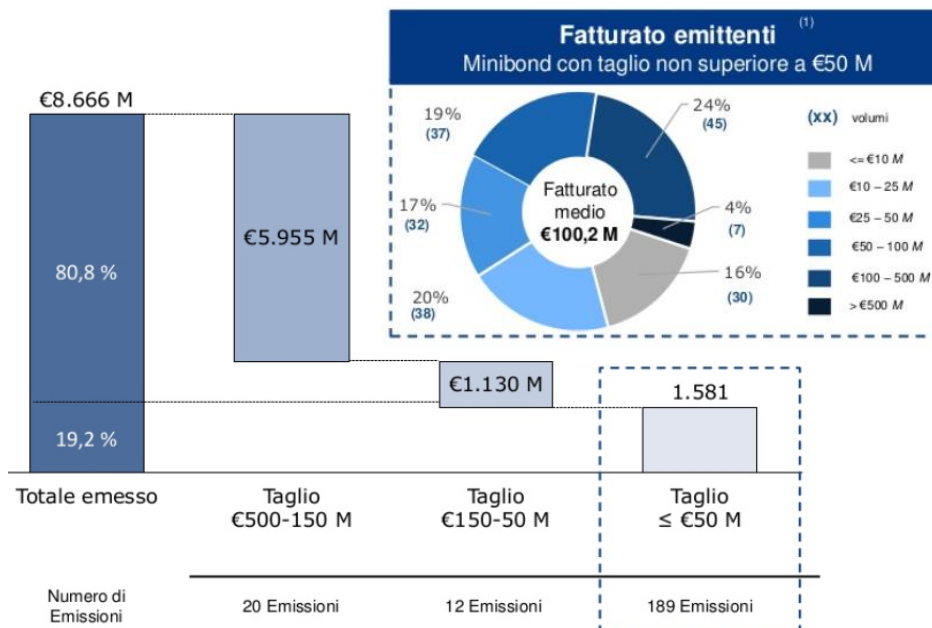
---

<sup>189</sup> Ivi.

<sup>190</sup> Ivi.

Nel 2016, sono state effettuate ulteriori 62 emissioni, per un totale di 221 emissioni. Si tratta per la maggior parte di obbligazioni, rappresentando le cambiali finanziarie emesse soltanto il 4% del totale delle emissioni<sup>191</sup>.

Alla fine del 2016 risultano essere quotati sul segmento EntraMOT PRO 189 titoli, per valore nominale totale di 8,6 miliardi di Euro.



**Figura 10. Totale emissioni quotate sul mercato ExtraMOT PRO – Sintesi per taglio.**  
**Fonte: Barometro minibond: market trendsaggiornato al 31.12.2016.**

Il controvalore totale delle operazione di taglio inferiore a 50 milioni di euro corrisponde al 18,2% del totale emesso. Le operazioni con un controvalore da 50 milioni a 150 milioni di euro rappresentano il 13% del totale emesso. La netta maggioranza del totale emesso deriva da un ridotto numero di emissioni, con un taglio superiore ai 150 milioni di euro.

<sup>191</sup>Barometro minibond: market trends, cit.

Per quanto riguarda la dimensione degli emittenti, il 53% delle imprese emittenti minibond di piccolo taglio presentano un fatturato non superiore ai 50 milioni di euro.

### 2.3 Costi di emissione

La valutazione dei costi relativi al collocamento di un minibond ovvero di una cambiale finanziaria è di fondamentale importanza per comprenderne la convenienza soprattutto in un contesto di drastica riduzione dei tassi di interesse mediamente applicati ai prestiti bancari e conseguente maggior propensione degli istituti di credito a concedere finanziamenti a tassi particolarmente accessibili.

Un moltitudine di fattori concorre alla determinazione dei costi complessivi relativi all'emissione e collocamento di questi strumenti finanziari.

In primo luogo, vengono corrisposte all'*advisor* delle commissioni per lo svolgimento dell'attività di supporto nella strutturazione ed esecuzione del processo di emissione (fra l'1% e il 2,5% del capitale collocato)<sup>192</sup>.

Nel caso in cui venga nominato un *arranger* (laddove non coincida con l'*advisor*) per l'individuare i potenziali investitori sottoscrittori (costo *una tantum* è fra 0,5% e 1,5% del capitale collocato)<sup>193</sup>.

Laddove venga richiesta l'attribuzione di una valutazione del merito creditizio da parte di una società di rating, si dovrà sostenere un costo iniziale per la valutazione complessiva, e costi più contenuti per il rinnovo annuale (tra i 15.000 e i 20.000 per una PMI, fino a

---

<sup>192</sup>OSSERVATORIO MINI-BOND, *Il Report italiano sui Mini-Bond*, 2016, cit., 30.

<sup>193</sup> Ivi.

40.000 per una società di maggiore dimensione, per gli anni successivi il costo si riduce del 40% circa)<sup>194</sup>.

Deve, inoltre, considerarsi il costo annuale relativo all'attività svolta dalla società di revisione. Generalmente, il costo di una revisione o certificazione di bilancio dipende dalla dimensione dell'azienda, dalla complessità strutturale dell'impresa e dall'efficienza nell'organizzazione e attendibilità del sistema di controllo interno<sup>195</sup> (generalmente per una PMI, da 5.000 a 15.000 in funzione del fatturato)<sup>196</sup>.

La richiesta del codice ISIN a Banca d'Italia (costo iniziale di circa 2.000 euro e un costo annuale di circa 1.500) e accentramento dei titoli presso un ente autorizzato (ad esempio, i costi di adesione alla piattaforma di gestione accentrata di Monte Titoli sono consultabili sul sito internet)<sup>197</sup>.

Quanto al costo della quotazione del mercato ExtraMOT PRO, come suddetto, è di 2.500 euro ovvero, 500 laddove lo strumento sia stato previamente quotato in un altro mercato.

Inoltre, può essere necessario il sostenimento di costi relativi a atti notarili (quale la modifica dello Statuto di Srl perché si preveda la possibilità di emettere titoli di debito) e registrazione di contratti<sup>198</sup>.

Infine, si ricorre spesso ad uno studio legale per la redazione e validazione dei documenti (per le operazioni di importo medio-basso il costo è tendenzialmente compreso tra i 15.000 e i 25.000 euro)<sup>199</sup>.

---

<sup>194</sup> Ivi.

<sup>195</sup> AA.VV., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa – Minibond, Cambiali finanziaria, AIM, PorgettoElite, SPAC, Incentivi allo sviluppo*, FrancoAngeli, 2014, Milano, 69.

<sup>196</sup> OSSERVATORIO MINI-BOND, *Il Report italiano sui Mini-Bond*, 2016, cit., 30.

<sup>197</sup> Ivi.

<sup>198</sup> Ivi.

Il costo totale dell'operazione si assesta in un *range* che va dal 2,5% al 4% del valore nominale dell'operazione<sup>200</sup>.

## 2.4 Gli investitori

Come detto nel capitolo precedente, la sottoscrivibilità dei minibond e delle cambiali è limitata agli investitori qualificati, o meglio, perché i titoli di debito possano ricadere nella sfera di applicazione del Decreto Sviluppo e quindi della relativa normativa di favore, questi devono essere sottoscritti da investitori qualificati, sebbene non vi siano limitazione di diritto comune in materia.

Pertanto, tipicamente, sottoscrivono minibond e cambiali finanziarie gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) quali (fondi aperti, fondi chiusi, fondi speculativi, fondi pensione), istituti di credito, SIM, casse e fondi di previdenza, fondazioni nonché, a partire dal Decreto Destinazione Italia, le imprese assicurative.

Il II Report sui Minibond, più volte citato, ha monitorato e mappato gli investitori intervenuti sulla maggior parte delle emissioni di mini bond e cambiali finanziarie per ammontare pari o inferiore al 50 milioni di euro.

I fondi chiusi di debito sono i primi investitori con una quota di mercato del 35,8%, in forte crescita rispetto al 2014. Considerando, infatti, le emissioni effettuate nel 2015, la percentuale sale al 55%.

Le banche, nonostante la loro posizione di concorrenza istituzionale con il mercato dei titoli di debito societari, hanno una

---

<sup>199</sup> Ivi.

<sup>200</sup> AA.VV., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa – Minibond, Cambiali finanziaria, AIM, PorgettoElite, SPAC, Incentivi allo sviluppo*, FrancoAngeli, 2014, Milano, 69.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

quota di mercato del 30,2% (suddiviso tra banche italiane che detengono il 14,9% e banche estere 15,3%, percentuale molto diminuita nel 2015 e rappresentata sostanzialmente dall'intervento della Banca Europea degli Investimenti).

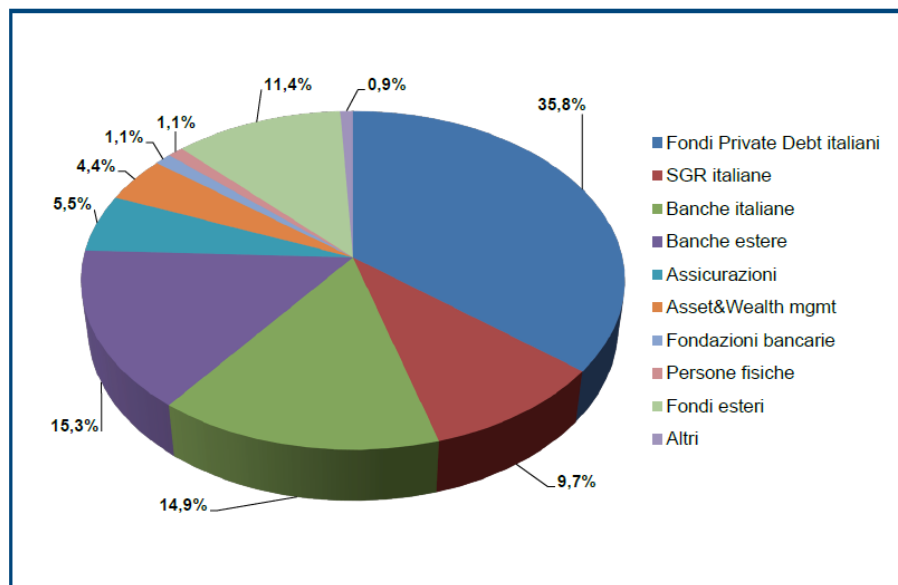
Hanno quote rilevanti anche i fondi di investimento esteri (11,4%) e le SGR nazionali (9,7%).

Importante è il dato relativo alle assicurazioni: la loro quota complessiva è del 5,5%, moltiplicandosi nel corso del 2015 (raggiungono, infatti, quasi il 10% delle emissioni effettuate nel 2015).

Infine, un discreto contributo è stato dato dalle alcune finanziarie regionali: Finlombarda ha sottoscritto il minibond emesso da Ferrovie Nord Milano per 58 milioni di euro e ha finanziato il "Progetto minibond" finalizzato ad aiutare le imprese emittente con voucher e incentivi, Veneto Sviluppo ha investito nell'operazione "hydro-bond" e ha lanciato nel 2015 il progetto "Veneto Minibond" in collaborazione con le BCC regionali<sup>201</sup>.

---

<sup>201</sup>OSSERVATORIO MINI-BOND, *Il Report italiano sui Mini-Bond*, 2016, cit., 30.



**Figura 11. La mappa degli investitori nei minibond: indagine su 152 emissioni sotto 50 milioni di euro (copertura del campione pari al 72 %). Fonte: OSSERVATORIO MINI-BOND, *Il Report italiano sui Mini-Bond*, 2016.**

## 2.5 I fondi di Private Debt

I minibond costituiscono una *asset class* tendenzialmente diversa rispetto alle comuni esposizioni al mercato dei capitali di debito, caratterizzato da emissioni ad altissimi volumi e emittenti di grandi dimensioni.

Si tratta di strumenti finanziari che offrono agli investitori qualificati un'opzione per diversificare ulteriormente i portafogli, garantendo, almeno in potenza, un buon bilanciamento tra rischio e rendimento, ad un minor costo in termini di liquidità.

Tale tipologia di strumento finanziario, soprattutto se con durata almeno quinquennale, risulta appetibile oltre che agli intermediari finanziari, anche a investitori istituzionali quali le casse previdenziali, i fondi pensione e le imprese assicurative, orientati per tradizione e modello di business al lungo termine (*buy and hold*).



Parallelamente allo sviluppo del mercato dei minibond, i fondi di *private debt*, fondi comuni di investimento che investono in strumenti finanziari di debito emessi dalle imprese tra cui obbligazioni, cambiali finanziarie ed anche finanziamenti, sotto forma di trattativa privata<sup>202</sup>, hanno iniziato a operare anche nel contesto italiano. Tale novità è fondamentale ai fini di un effettiva espansione e buon funzionamento dello stesso mercato in quanto implica la presenza di investitori istituzionali interessati alla sottoscrizione dei titoli emessi e alla eventuale successiva negoziazione sul mercato secondario.

La problematica sull'adeguatezza della domanda sul mercato dei minibond, si è presentata fin dall'entrata in vigore del Decreto Sviluppo in quanto, trattandosi di titoli fisiologicamente illiquidi, emessi per volumi relativamente bassi, da imprese praticamente ignote al mercato, sono difficilmente appetibili per gli investitori "tradizionali"<sup>203</sup>. Sempre dal lato della domanda, un'altra limitazione è rappresentata dal fatto che non possono essere collocati presso investitori *retail*.

La strategia per convogliare tali categorie di investitori qualificati al mercato dei minibond è quella di creare dei veicoli specializzati che assicurino sicure opportunità di investimento.

Pertanto, da un lato, sono creati incentivi per le operazioni di cartolarizzazione, che consentissero emissioni per tagli abbastanza elevati per destare l'interesse dei grandi gestori, dall'altro, sono nati fondi chiusi specializzati nell'investimento di minibond.

---

<sup>202</sup> AIFI, *Il mercato italiano del Private Debt*, marzo 2016, disponibile al link: [https://dato-images.imgix.net/45/1460448756-1458661101wpdm\\_MercatoItalianoPrivateDebt.pdf?ixlib=rb-1.1.0](https://dato-images.imgix.net/45/1460448756-1458661101wpdm_MercatoItalianoPrivateDebt.pdf?ixlib=rb-1.1.0)

<sup>203</sup> OSSERVATORIO MINI-BOND, *I Report italiano sui Mini-Bond*, cit., 57.

Si tratta di veicoli di investimento, di diritto italiano e non, in cui vengono stanziati dei capitali da investitori qualificati (quali banche, fondi di fondi, imprese assicurative ecc.) che verranno investiti in minibond in base ad un regolamento predeterminato che specifica le caratteristiche dei titoli, la scadenza, il settore in cui operano gli emittenti, il rating minimo.

La selezione circa i titoli da sottoscrivere viene posta in essere da un team specializzato che analizza il profilo di rischio e pondera il rendimento atteso. Sulla base di tali parametri ed analisi, e dopo aver consultato i rappresentanti degli investitori, il fondo decide l'investimento. L'impossibilità o incapacità di valutare caso per caso la qualità dell'investimento in una data impresa, potenziale emittente, viene superata in quanto, per il tramite di questi veicoli, gli investitori possono acquistare portafogli di minibond diversificati.

Al fine di massimizzare le tutele a sostegno dell'investimento, il fondo può porre ulteriori condizioni alla società emittente quali la presenza di garanzie che accompagnino l'emissione ed anche requisiti di *governance*.

I fondi di minibond non presentano particolari peculiarità rispetto ad un qualsiasi altro fondo comune di investimento, se non appunto la loro attitudine ad investire, in via esclusiva o principale, in titoli di debito emessi in conformità alla cornice normativa posta dal Decreto Sviluppo. Pertanto, anche a livello regolamentare, tali tipologie di fondi sono soggetti alla normativa prevista per i fondi comuni di investimento.

Come sottolineato dalla dottrina, comunque, l'attività svolta da tali soggetti è indubbiamente paragonabile a quella dei fondi di credito diretto<sup>204</sup> “puri”, in quanto si finanziano utilizzando la liquidità

---

<sup>204</sup> Vedi Capitolo 2 §3.2.1.

inizialmente raccolta per la sottoscrizione di minibond e cambiali finanziarie. In tale misura, essi realizzano un forma di finanziamento alle imprese non intermediato dal circuito bancario.

Comunque, la distinzione tra queste due tipologie di fondi è evidente: da un lato, il target dei fondi chiusi di minibond è limitato ad alcuni soggetti; dall'altro, sebbene si tratta di un finanziamento è diretto, in quanto il fondo è sottoscrittore di titoli di nuova emissione, l'oggetto della sottoscrizione è, appunto, un *pool* di strumenti finanziari che come tale possono essere oggetto di deposito, sono, in qualsiasi caso, oggetto di successiva negoziazione e possono essere assistiti da diverse forme di garanzia che attenuino il rischio dell'investitore. Sono, pertanto, attività radicalmente diverse da quelle di cui tipicamente dispone il fondo di credito diretto, cioè crediti, indubbiamente maggiormente illiquidi e tendenzialmente oggetto di gestione e liquidazione a scadenza da parte dello stesso fondo finanziatore<sup>205</sup>.

La capacità dei fondi di minibond (così come e soprattutto dei fondi di credito diretto) di essere un attore fondamentale nella diversificazione della struttura finanziaria delle imprese italiane è indubbiamente legata e conseguente alla capacità di queste ultime di mobilitare, per quanto più possibile, risorse finanziarie diverse da quelle di derivazione bancaria, cioè provenienti da altri investitori istituzionali (fondazioni, casse di previdenza, assicurazioni ecc.): altrimenti, i fondi di minibond si tradurrebbero in nient'altro che un meccanismo di doppia intermediazione di fondi<sup>206</sup>.

---

<sup>205</sup> M. BIASIN, M. SCIUTO, *Il fondo di credito diretto (Direct Lending Fund)*, cit., 536.

<sup>206</sup> Ivi, che specificano come «*Nell'esperienza estera, soprattutto l'investimento in credit funds viene infatti apprezzato dai loro sottoscrittori per il contributo che esso fornisce in termini di diversificazione del portafoglio in attività altrimenti non*

In questa ottica, l'azione dei fondi dovrebbe essere complementare e sinergica rispetto a quella dell'intermediazione bancaria che indubbiamente preserverà il suo ruolo dominante nel finanziamento alle imprese, soprattutto in questi tempi di politica monetaria europea fortemente espansiva e QE confermato, di fatto, *ad libitum*.

Come abbiamo sottolineato nel paragrafo precedente, i fondi specializzati sono gli investitori più importanti nel segmento di mercato da noi analizzato.

Invero, in Italia lo sviluppo di questa tipologia di veicoli e il loro attivismo sul mercato è ancora limitato.

Uno studio condotto dall'AIFI sul mercato del *private debt*<sup>207</sup> ha censito gli operatori attivi in Italia e ha calcolato che la raccolta effettuata dal 2013 ai primi mesi del 2016 è pari a circa 1,2 miliardi di euro. Sebbene si assista ad un graduale sviluppo, tali cifre, se confrontate con altri paesi dell'Unione Europea, sono particolarmente basse. Comunque, le prospettive sono positive, in quanto si propone come target di sviluppo una raccolta di cinque miliardi e mezzo.

Chiaramente la dimensione del mercato italiano del *private debt* non può che riflettere la dimensione media delle imprese italiane e quindi uno sviluppo, in termini di investimento, proporzionale

---

*direttamente acquisibili (crediti a imprese di piccola e media dimensione), sebbene altamente correlate, ma meno che perfettamente, con il comparto obbligazionario lato sensu. Nella misura in cui la provvista dei fondi (di credito) fosse di provenienza bancaria (anche via leverage presso banche), si assisterebbe altresì a creazione di moneta nell'ambito del fractional reserve banking», e rimandano a CENTRAL BANK OF IRELAND, *Loan Origination by Investment Funds*, Discussion Paper, 2013, 21.*

<sup>207</sup> AIFI, *Il mercato del private debt*, 2016, disponibile al link: [https://dat-images.imgix.net/45/14604487561458661101wpdm\\_MercatoItalianoPrivateDebt.pdf?ixlib=rb-1.1.0](https://dat-images.imgix.net/45/14604487561458661101wpdm_MercatoItalianoPrivateDebt.pdf?ixlib=rb-1.1.0)

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

all'entità delle emissioni da queste poste in essere. Conseguentemente, le dimensioni del mercato, ad oggi peraltro in una fase di sviluppo ancora embrionale, sono necessariamente ridotte. Comunque, se i volumi delle emissioni di minibond continueranno a crescere, si potrebbe creare un ambiente tale da permettere un maggiore attivismo da parte di questa tipologia di investitori istituzionali anche operanti a livello internazionale.

### **2.5.1. Il Fondo Italiano d'Investimento**

Indubbiamente, il fatto che sia stata estesa la garanzia del Fondo di garanzia per le PMI<sup>208</sup> anche a favore dei sottoscrittori di quote di fondi di minibond e che il Fondo Italiano d'Investimento abbia destinato un importante plafond alla sottoscrizione di quote di fondi di minibond ha favorito l'ingresso di tale classe di investitori nel mercato.

Il Fondo Italiano d'Investimento, è una SGR operativa dal novembre 2010 nell'ambito di un progetto in collaborazione tra Ministero dell'Economia e delle Finanze, ABI, Confindustria, Cassa Depositi e Prestiti, Intesa Sanpaolo, UniCredit, Banca Monte dei Paschi di Siena e Istituto Centrale delle Banche Popolari, con la finalità di favorire lo sviluppo patrimoniale delle PMI italiane. Il fondo rappresenta una realtà leader nel mercato italiano del *private equity*, del *private debt* e del *venture capital*. Nell'ambito del mercato del *private debt*, esso opera, dal 2014, quale fondo di fondi, sottoscrivendo *commitment* in quote di azioni di altri fondi e veicoli di investimento dedicati al *private debt*.

---

<sup>208</sup> Vedi Capitolo 2, §2.2.

Il Regolamento<sup>209</sup> del fondo di fondi richiede che gli OICR target investano prevalentemente in:

- minibond quotati;
- minibond non quotati su alcun mercato regolamentato né negoziati su alcun sistema multilaterale di negoziazione;
- obbligazioni e altri titoli rappresentativi del capitale di debito, anche di natura partecipativa o con warrant, di nuova emissione o già in circolazione, emessi da società anche non quotate;
- altre tipologie di strumenti finanziari di debito, nonché finanziamenti a medio-lungo termine e anticipazioni a fronte di cessione di crediti.

Il Regolamento specifica altresì che gli OICR selezionati possono investire, in misura non eccedente il 20% degli importi sottoscritti nello stesso OICR Target, in partecipazioni di minoranza al capitale di rischio. Inoltre, gli stessi devono garantire un impegno a dedicare a PMI aventi sede legale o la sede di direzione sul territorio italiano una parte delle risorse investite proporzionale alla quota del *commitment* sottoscritto dal Fondo nello stesso OICR, devono affidare la gestione a professionisti con comprovata esperienza nei settori affini all'oggetto di riferimento degli stessi, adeguata alla valutazione delle operazioni di investimento, alla strutturazione e al loro monitoraggio e devono operare stabilmente in Italia. Infine, tali fondi

---

<sup>209</sup>*Regolamento di Gestione del Fondo Comune di Investimento Mobiliare Chiuso di Tipo Riservato(FoF Private Debt )gestito da Fondo Italiano d'Investimento SGR S.p.A., approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 1 luglio 2014 e successivamente modificato in data 28 aprile 2015, 4 giugno 2015, 12 maggio 2016 e 15 settembre 2016), 13, disponibile al link: <http://www.fondoitaliano.it/private-debt-regolamento-del-fondo.shtml>*

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

non possono a loro volta investire in altri OICR o schemi di investimento collettivo (in qualunque forma costituiti).

L'ammontare di investimento del Fondo non può superare il 50% del *commitment* di ciascun OICR Target.

Nel gennaio del 2015, il Consiglio di Amministrazione del Fondo Italiano d'Investimento ha approvato lo stanziamento complessivo di 250 milioni di euro<sup>210</sup> da investire in dieci fondi di *private debt*<sup>211</sup>, poi, aumentato nel corso del 2016.

Il Fondo Italiano d'Investimento pur avendo deliberato un impegno di ben 250 milioni, non ha in molti casi liquidato il versamento, in quanto gli accordi contrattuali prevedono vincoli rivelatisi particolarmente stringenti. L'attività di raccolta del capitale è infatti spesso risultata problematica allo stesso modo dell'individuazione delle imprese target. Conseguentemente, parte dei fondi hanno provveduto a modificare i propri regolamenti prevedendo criteri di selezione meno stringenti, altri hanno diminuito le previsioni in termini di obiettivi di raccolta ed altre iniziative sono naufragate<sup>212</sup>.

---

<sup>210</sup> Comunicato stampa del FONDO ITALIANO DI INVESTIMENTO, disponibile al link: [http://www.fondoitaliano.it/pdf\\_comunicati/Comunicato%20Stampa%20Fondo%20di%20Fondi%20Private%20Debt.pdf](http://www.fondoitaliano.it/pdf_comunicati/Comunicato%20Stampa%20Fondo%20di%20Fondi%20Private%20Debt.pdf)

<sup>211</sup> Antares AZ1, gestito da Futurimpresa SGR; Anthilia "BIT", gestito da Anthilia SGR; Dimensione Tre, gestito da Soprarno SGR; Equita Private Debt Fund, gestito da Lemanik Asset Management ed Equita SIM; Fondo di Debito per lo Sviluppo Industriale, gestito da Private Equity Partners SGR; Impresa Italia, gestito da Riello Investimenti Partners SGR; Italian Hybrid Capital Fund RiverRock, gestito da RiverRock European Capital Partners; Italian Private Debt Fund, gestito da Muzinich & Co.; Ver Capital Credit Partner Italia V, gestito da Ver Capital SGR e Wise Private Debt, gestito da Wise SGR.

<sup>212</sup> OSSERVATORIO MINI-BOND, *Il Report italiano sui Mini-Bond*, 2016, cit., 59 ss.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

## 2.6 Cartolarizzazioni di minibond

Come abbiamo analizzato nel secondo capitolo, il Decreto Destinazione Italia ha modificato la l. 130/1999 in materia di cartolarizzazione ampliandone il regime anche alle operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto titoli di debito anche nella specie dei minibond.

Tale novità è fondamentale ai fini della diffusione di tale strumenti finanziari in quanto amplia considerevolmente la platea dei potenziali investitori coinvolti, che non sono i diretti sottoscrittori dei minibond, ma quelli potenzialmente interessati alla sottoscrizione di ABS, aventi come sottostante i minibond.

La ridotta dimensione che fisiologicamente caratterizza le emissioni di minibond, come sottolineato più volte nel corso della trattazione, implica l'illiquidità, per così dire, ontologica di tale strumento finanziario.

Come abbiamo detto, è necessario destare interesse degli investitori istituzionali perché l'offerta si incontri con un'adeguata domanda. Oltre al coinvolgimento dei fondi chiusi specializzati, la strutturazione di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto minibond è un altro dei mezzi per raggiungere tale scopo.

La struttura della cartolarizzazione prevede la selezione degli *asset*, in questo caso dei titoli, da conferire ad una SPV. Le note emesse a sua volta dal veicolo, sono dotate di una molto maggiore liquidità rispetto ai singoli strumenti parte del *pool* ceduto.

Gli ABS infatti sono sottoposti ad un meccanismo di *tranching* in base al quale vengono suddivisi in modo tale da presentare profili di rischio e, quindi, rendimento, diversi a seconda della *tranche* di appartenenza, presentando una diversa allocazione dei flussi di cassa generati dagli *asset* oggetto della cartolarizzazione. Quelle meno



rischiose (tranche *senior*) vengono rimborsate prioritariamente e sono più appetibili per alcune classi di investitori istituzionali, laddove, quelle più rischiose (tranche *mezzanine* e *junior*) vengono remunerate se i flussi di cassa sono sufficienti, e sono destinate ad essere sottoscritte da investitori specializzati, quali gli *hedge funds*.

Dall'introduzione di questa novità, sono state poche le operazioni di cartolarizzazione di minibond ad essere state effettuate.

La più importante è indubbiamente l'operazione Viveracqua Hydrobonds, realizzata da otto società operanti nel settore idrico integrato aventi sede in Veneto, facenti parte del Consorzio Viveracqua.

Vediamo più nel dettaglio le caratteristiche dell'operazione. Innanzi tutto, ognuna della otto società aderenti ha emesso un minibond, per un ammontare complessivo di 150 milioni di euro. Tali titoli sono stati interamente sottoscritti da una società veicolo costituita ai sensi della l. 130/99 (Viveracqua Hydrobond S.r.l.), la quale ha, a sua volta, emesso titoli (ABS) che saranno rimborsati con il flusso di cassa proveniente da rimborso e remunerazione delle obbligazioni da parte delle società emittenti<sup>213</sup>.

Gli ABS sono stati sottoscritti da investitori istituzionali<sup>214</sup>, tra cui primariamente la Banca Europea degli Investimenti (BEI)<sup>215</sup>.

---

<sup>213</sup>FINANZIARIA INTERNAZIONALE SECURITIZATION GROUP, *Come supportare la piccola media impresa veneta attraverso gli strumenti finanziari innovativi*, gennaio 2016, disponibile al link:

[https://www.regione.veneto.it/c/document\\_library/get\\_file?uuid=c64685b3-b1e4-4da8-8843-7680c0d639dc&groupId=2679875](https://www.regione.veneto.it/c/document_library/get_file?uuid=c64685b3-b1e4-4da8-8843-7680c0d639dc&groupId=2679875)

<sup>214</sup>Oltre la BEI anche, Veneto Banca, il Fondo Pensione Solidarietà Veneto e BCC Brendola.

<sup>215</sup> Che ha sottoscritto i titoli per ben 145,8 milioni di euro. Evidenze al link: <http://www.eib.org/projects/pipelines/pipeline/20130515>

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

Come detto, i flussi di cassa derivanti dal rimborso del capitale e degli interessi relativi ai minibond, sono utilizzati, per il tramite della società veicolo, per remunerare e rimborsare gli ABS. Inoltre, il rimborso di questi ultimi è assistito da una garanzia concessa da Veneto Sviluppo (Finanziaria della Regione Veneto) per un ammontare di sei milioni di euro, a cui si somma la disponibilità di cassa fornita dalle società emittenti, per una garanzia complessiva pari al 20% dell'emissione<sup>216</sup>.

Tutti i minibond emessi sono stati quotati sul segmento ExtraMOT PRO. Hanno una scadenza di venti anni e una vita media ponderata di undici anni e sei mesi, e hanno un profilo di rimborso ammortizzato (piano di ammortamento lineare successivamente al preammortamento di 2 anni).

I titoli emessi da Viveracqua Hydrobond S.r.l. sono stati quotati sulla borsa lussemburghese ed hanno un importo pari alla somma del valore nominale dei minibond. Tali titoli hanno una scadenza e una vita media ponderata uguale a quella dei minibond sottostanti. Inoltre tali titoli sono rappresentativi del merito creditizio combinato di tutte le società emittenti.

I fondi raccolti sono stati utilizzati per la realizzazione di opere infrastrutturali per lo sviluppo del settore idrico integrato della Regione Veneto. In particolare, l'operazione consentirà di finanziare investimenti per un ammontare complessivo del doppio dell'operazione.

L'iniziativa ha avuto molto successo sia per l'efficacia della strutturazione dell'operazione, sia per la rilevanza degli investimenti

---

<sup>216</sup>FINANZIARIA INTERNAZIONALE SECURITIZATION GROUP, *Come supportare la piccola media impresa veneta attraverso gli strumenti finanziari innovativi*, cit.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

che ne sono comportati e le ricadute positive sul territorio<sup>217</sup>. Infatti, all'inizio del 2016, il Consorzio Viveracqua ha proceduto ad una nuova emissione di titoli per un totale di 77 milioni di euro<sup>218</sup>.

La nuova operazione ha un struttura sovrapponibile a quella precedente: i titoli emessi, che anche in questo caso sono stati ammessi in quotazione, sono stati cartolarizzati e poi sottoscritti dalla BEI e da altri investitori istituzionali<sup>219</sup>.

Anche in questo caso, Veneto Sviluppo ricopre il ruolo di garante dell'operazione insieme alle stesse emittenti, che hanno messo a disposizione della società veicolo le proprie disponibilità di cassa, per un ammontare a copertura del 20% dell'operazione.

Un'altra iniziativa interessante è stata promossa dalla Regione Sardegna in cooperazione con la finanziaria regionale SFIRS per il rilancio dell'industria agroalimentare locale, che prevede la strutturazione di un veicolo di investimento in minibond, affiancata dalle garanzia del Fondo regionale di garanzia per le PMI della Sardegna.

La struttura dell'operazione prevede l'emissione di minibond, denominati come "pecorino bond", da parte di dieci aziende locali operanti nel settore lattiero-caseario, che metteranno a parziale

---

<sup>217</sup>C. CARZANIGA, *La cartolarizzazione di mini-bond: obiettivi, vantaggi, fasi e soggetti*, newsletter del Consorzio Camerale per il credito e la finanza, giugno 2015, disponibile al link:

[http://www.consorziocreditoefinanza.it/wp-content/uploads/2016/09/36.-Dalla-newsletter\\_La-cartolarizzazione-di-mini-bond\\_obiettivi-vantaggi-fasi-e-soggetti-coinvolti-giugno-2015.pdf](http://www.consorziocreditoefinanza.it/wp-content/uploads/2016/09/36.-Dalla-newsletter_La-cartolarizzazione-di-mini-bond_obiettivi-vantaggi-fasi-e-soggetti-coinvolti-giugno-2015.pdf)

<sup>218</sup> Portale BEBEEZ, *I gestori di Viveracqua piazzano altri 77 mln euro di hydrobond*, 20 gennaio 2016, disponibile al link:

<http://bebeez.it/2016/01/20/gestori-di-viveracqua-piazzano-altri-77-mln-euro-di-hydrobond/>

<sup>219</sup> Banca Fininte il Fondo pensione Solidarietà Veneto.

garanzia della remunerazione e del rimborso degli stessi le forme di pecorino da loro prodotto. Più nel dettaglio, verrà costituito sulle forme di pecorino un pegno non possessorio.

Il pegno non possessorio è un istituto recentemente introdotto nel nostro ordinamento, dal d.l. 59/2016, convertito della l. 119/2016. È una peculiare forma di pegno che l'imprenditore può costituire su beni mobili, anche destinati all'esercizio dell'impresa, ad eccezione per i beni mobili registrati, a garanzia dei crediti a lui concessi inerenti l'impresa. A differenza del pegno di diritto comune, il pegno non possessorio si costituisce su beni che rimangono nella disponibilità del debitore, consentendo all'imprenditore di ottenere un finanziamento, prestando una garanzia su beni destinati all'esercizio dell'impresa, pur continuando ad utilizzarli, quindi senza spossessamento<sup>220</sup>. Inoltre, in sede di conversione, il legislatore ha ampliato l'oggetto della garanzia, comprendendovi, oltre che beni mobili, anche i beni immateriali e i crediti non solo destinati all'esercizio dell'impresa ma anche da questa derivanti.

Per ora si è conclusa la prima fase dell'operazione con l'emissione dei minibond che sono in fase di quotazione sul segmento ExtraMOT PRO. Successivamente, i titoli emessi dalle imprese sarde verranno cedute a una società veicolo costituita conformemente alla l. 130/1999, la quale a sua volta emetterà titoli ABS per un totale di 15 milioni di euro, destinati ad essere sottoscritti da investitori istituzionali.

---

<sup>220</sup>Per approfondimenti sull'istituto del pegno non possessorio, S. PIERRO, *Pegno mobiliare non possessorio. Le novità introdotte dalla legge n. 119/2016*, Salvis Juribus, 2016; L. ALBARANI, E NOTARANGELO, *Il pegno mobiliare non possessorio: riflessioni sulla nuova garanzia*, Diritto Bancario.it, 2016; S.AMBROSINI, *Il pegno non possessorio ex lege n. 119/2016*, Crisi d'impresa e Fallimento, 2016.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

Si tratta indubbiamente di una struttura fortemente innovativa, prima nel suo genere, almeno a livello nazionale, che coniuga la valorizzazione di imprese rappresentanti un'eccellenza a livello locale con la possibilità di coinvolgere investitori istituzionali che operano a livello internazionale.

Fin'ora, lo strumento della cartolarizzazione di minibond è rimasto poco utilizzato ma si auspica il replicarsi di strutture con quelle a cui si è fatto riferimento. La flessibilità della struttura dell'operazione e l'opera di estrema customizzazione sulle imprese target, garantisce che anche realtà imprenditoriali di piccole e medie dimensioni possano rientrare tra i target potenziali. Inoltre, la possibilità aggregare tante piccole operazioni di emissione ha un impatto positivo sul merito creditizio attribuibile ai titoli cartolarizzati che rifletteranno il grado di solvibilità complessivo delle varie emittenti, generando un beneficio in termini di costi nonché di diversificazione e, quindi, appetibilità sul mercato.

### **2.7 I minibond come circuito di offerta di credito alternativo a quello bancario per le PMI**

Il mercato dei minibond ha visto indubbiamente uno sviluppo interessante dall'introduzione delle misure legislative volte a favorire un mercato di titoli di debito per società chiuse ed, in particolare, tra queste, le PMI italiane.

Invero, per quanto, come abbiamo analizzato, le PMI sono state le imprese che per numero hanno emesso più minibond rispetto al totale delle emissioni, i volumi relativi ne rappresentano una percentuale molto bassa.

Inoltre, le imprese individuate come target dai diversi studi effettuati, e di cui abbiamo dato conto, sono in potenza migliaia, se

non decine di migliaia, eppure soltanto un centinaio di queste ha proceduto ad affidarsi alla via del mercato del capitale di debito, nonostante gli incentivi apportati dalla nuova normativa.

Sono le emissioni di grandissima taglia (maggiori dei 150 milioni di euro) a rappresentare, ancora oggi, per quanto i volumi medi per emissione siano drasticamente calati, la maggior parte dei volumi emessi in questo segmento di mercato.

Le ragioni per le quali il mercato dei minibond non è esploso sono dovute a numerosi fattori.

*In primis*, le banche hanno gradualmente, soprattutto nel corso del 2016, incrementato la loro offerta di credito alle imprese. La politica monetaria europea, sebbene con fatica, sta dando i suoi frutti iniziando a riflettersi sull'economia reale.

Inoltre, c'è un problema, consustanziale alle imprese nazionali, di natura essenzialmente culturale. Come dato conto nel primo capitolo, l'impresa media italiana è un'impresa caratterizzata da una proprietà accentrata a carattere familiare, poco disposta a dialogare con investitori esterni, per quanto questi siano potenzialmente capaci di risollevarne le sorti. Dare la possibilità al mercato di investire in una realtà imprenditoriale implica che vengano fornite informazioni necessarie perché questa venga valutata in termini di merito creditizio, di struttura finanziaria e scritture contabili ma anche, e forse soprattutto, in termini di efficienza della *corporate governance* e dei processi di pianificazione e controllo interni.

Tale onere sembra essere troppo arduo da sostenere per la maggior parte delle imprese italiane, la trasparenza rimane appannaggio delle società di grandi dimensioni, obbligate direttamente dalla legge e poi dal mercato, al rispetto di determinati standard minimi di *disclosure*.

Inoltre, come abbiamo analizzato, i costi relativi all'emissione e al collocamento - sebbene diminuiti a seguito dell'introduzione della normativa incentivante - sono difficilmente sostenibili da un'impresa media, in effetti, i requisiti richiesti dagli investitori alle imprese sono molto stringenti. Si richiedono indici finanziari che riflettano i canoni di un'impresa in salute, ben posizionata nel settore di appartenenza.

Ed ecco quindi, che tali investimenti sono spesso utilizzati per iniziative volte allo sviluppo di realtà già in grado di approcciarsi al mercato, o che magari l'hanno già fatto, piuttosto che per andare in aiuto ad imprese che, non riuscendo ad accedere al credito bancario, vorrebbero avere degli sbocchi alternativi per poter rilanciare la propria attività. E forse questo è il prezzo da pagare per garantire il buon fine dell'investimento, in presenza di condizioni di mercato ad oggi ancora particolarmente sfidanti, dove la selettività dal lato della domanda in termini di rischio è altissima.

Abbiamo più volte sottolineato come il difficile incontro tra offerta e domanda in questo segmento di mercato sia probabilmente la questione più rilevante ai fini di un suo reale sviluppo.

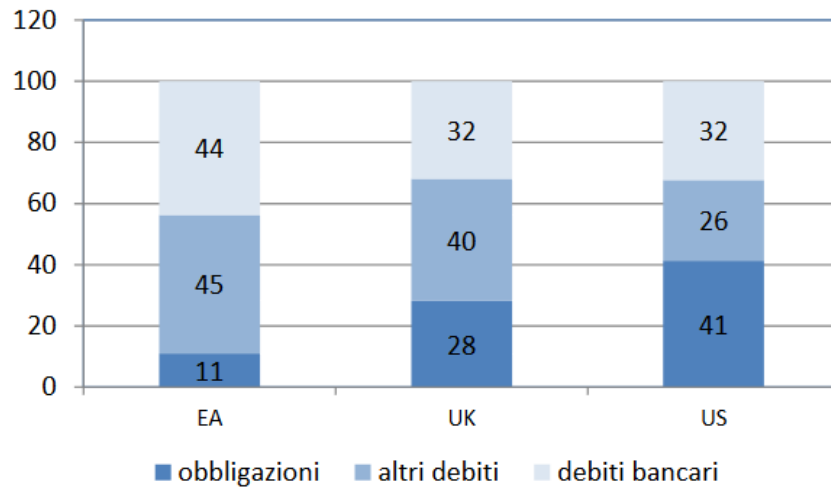
Ebbene, analizziamo meglio le peculiarità di questo mercato al fine di meglio comprendere la portata di tale problematica.

Come sappiamo, il credito alle imprese in Europa è per la maggior parte intermediato dalle banche<sup>221</sup>, laddove negli Stati Uniti soltanto il 30% del credito ha derivazione bancaria.

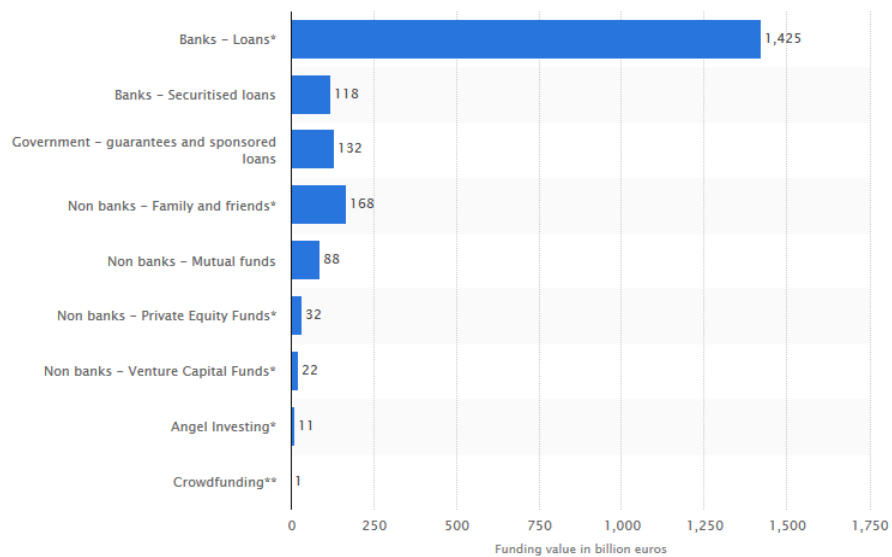
---

<sup>221</sup>FONDO EUROPEO DEGLI INVESTIMENTI, *Institutional non-bank lending and the role of debt funds*, Working Paper 2014/25, 2014.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.



**Figura 12. Composizione delle passività finanziarie delle imprese. Fonte: BANCA D'ITALIA, Il mercato dei *private placement* per il finanziamento delle imprese, Questioni di Economia e Finanza (*Occasional paper*), marzo 2015**



**Figura 13. Fonti di finanziamento alle PMI, (in miliardi di Euro). Fonte: ASSOCIATION FOR FINANCIAL MARKETS IN EUROPE, 2015.**

A ben vedere, per il mercato americano, le società appartenenti alla categoria delle *micro-cap* sono quelle con un capitale inferiore al

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.



250 milioni di dollari, una *small-cap* è dotata di un capitale di ammontare tra i 250 milioni e 1 miliardo di dollari.

È chiaro che da ciò discende un modello completamente diverso nella differenziazione della natura del credito a queste imprese, in quanto, per quanto piccole rispetto alla media statunitense, riescono ad avere un accesso molto più veloce e facilitato rispetto a quelle italiane.

Pertanto, per quanto sia auspicabile lo sviluppo di un mercato del capitale di debito, nell'ambito del quale le PMI possano ritagliarsi il loro spazio in modo efficiente e sistematico, le caratteristiche di tale mercato presentano peculiarità che sono nuove nello scenario della finanza a livello mondiale.

L'impresa che generalmente opera nel mercato dei minibond produce un fatturato medio di 50 milioni di euro, la taglia media delle emissioni oscilla verso i 10 milioni e la durata media è di circa cinque anni.

Alla luce, anche solo di questi elementi, e come più volte sottolineato precedentemente, si può assumere che il mercato dei minibond rimarrà illiquido e che lo sviluppo di un mercato secondario è improbabile se non nel lungo termine. L'illiquidità e quindi la tendenziale stabilità del relativo capitale fino a scadenza, rende l'investimento in questa tipologia di strumenti finanziari più simili ad un'operazione di *private equity* che ad una canonica sottoscrizione obbligazionaria a ciò conseguendo diversi approcci nella valutazione dell'eventuale intervento da porre in essere.

Per poter decidere di effettuare un tale tipo di investimento non è sufficiente una mera attività di *duediligence strictu sensu*: per convincersi della bontà dell'investimento è necessaria una valutazione strategica della singola realtà imprenditoriale, la ponderazione di pro e contro e prescindono da una mera analisi dei bilanci.

È chiaro che tale approccio è impossibile ad un qualsiasi investitore istituzionale, a fronte peraltro di un rischio molto alto, tipicamente caratterizzante questa tipologia di operazioni.

Infatti, molto spesso, ad avere un ruolo fondamentale per dare impulso a tali iniziative sono soggetti di derivazione pubblica, molto vicini alle realtà locali, quali le finanziarie regionali e i fondi di garanzie locali per le PMI.

Un ruolo fondamentale è anche quello dei fondi specializzati nonché delle cartolarizzazioni perché tramite queste strutture è possibile veicolare le emissioni di minibond, *in pool*, per proporle appunto alla platea internazionale degli investitori istituzionali.

Tali strutture si occupano della valutazione per conto degli investitori, attraverso strutture interne capaci di comprendere tutte le componenti di rischio ma soprattutto le potenzialità delle singole iniziative.

Gli investitori istituzionali possono approcciarsi soltanto a masse gestite di ammontare esponenzialmente più alti rispetto a quella di una singola operazione di emissione di minibond, che presentano una liquidità tale da poter essere oggetto di negoziazione tra gli stessi investitori. Inoltre la massificazione del portafoglio implica una maggiore diversificazione, cioè un profilo di rischio estremamente più appetibile a tale classe di investitori.

Il legislatore si è fortemente prodigato per creare le condizioni di un effettivo attivismo degli investitori istituzionali, tentando, appunto, di incentivare la creazione di canali effettivamente alternativi alle banche nell'offerta al credito. Eppure, ad oggi, non si è ancora avuto un chiaro cambiamento in questo senso: si stima, ad esempio, che gli investimenti delle assicurazioni in fondi di credito abbiamo raggiunto i 6,9 miliardi quasi esclusivamente all'estero, tra il 2013 e il

2015 soltanto 120 milioni di euro sono stati investiti dalle assicurazioni in fondi di credito italiani<sup>222</sup>.

Probabilmente è ancora presto per trarre conclusioni circa la possibilità che la raccolta di capitali da questo circuito raggiunga obiettivi che garantiscano davvero un'alternativa, sebbene pur sempre complementare, al canale bancario.

Senza dubbio, per il permanere delle politiche monetarie espansive della Banca Centrale Europea e il massiccio *stock* di liquidità disponibile sul mercato, il decollo del minibond sarà sempre faticoso in quanto il relativo costo del capitale non sarà molto competitivo.

Tuttavia, il sistema bancario italiano si trova ad affrontare sfide significative, il superamento delle quali implicherà forti cambiamenti. Sul mercato stanno emergendo realtà innovative quali le *fintech*, il *peer-to-peer lending* e, soprattutto, il *direct lending* dei citati fondi di credito, le piattaforme di *crowdfunding* rappresentanti ulteriori forme di intermediazione. La capacità di competere con tali forme alternative di finanziamento sicuramente sarà centrale: si tratta ancora di strumenti che nonostante siano in Italia in una fase ancora embrionale del loro sviluppo, sono destinati a erodere quote di mercato significative nel prossimo futuro.

Nell'ambito di tali sviluppi, un mercato di titoli di debito focalizzato sulle PMI, o comunque su società chiuse, potrebbe ritagliarsi un ruolo non trascurabile al fine di garantire anche per questi attori, insieme ad altri strumenti alternativi, un'effettiva diversificazione delle fonti di finanziamento.

---

<sup>222</sup>BEBEEZ, *Troppo pochi gli investimenti di assicurazioni e fondi pensione in private equity e private debt*, settembre 2016, disponibile al link: <http://bebeez.it/2016/09/12/gli-investimenti-assicurazioni-fondi-pensione-private-equity-private-debt/>

## BIBLIOGRAFIA

### A

AA. VV., *Il passaggio da Basilea 2 a Basilea 3: gli effetti sui mercati e sui bilanci bancari*, De Frede Editore, Napoli, 2011.

AA.VV., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti i finanza innovativa – Minibond, Cambiali finanziaria, AIM, PorgettoElite, SPAC, Incentivi allo sviluppo*, FrancoAngeli, Milano, 2014.

ABI, *ABI comments on EBA discussion paper and call for evidence on SMEs and the SME Supporting Factor*, 2015.

A. ACCETTURO, A. BASSANETTI, M. BUGAMELLI, I. FAIELLA, P. FINALDI RUSSO, D. FRANCO, S. GIACOMELLI E M. OMICCIOLI, *Il sistema industriale italiano tra globalizzazione e crisi*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 2013.

V.V. ACHARYA, I. GUJRAL, H. SHIN, *Dividends and Bank Capital in the Financial Crisis of 2007-2009*, NBER Working Paper, 16896, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2009.

M. ACCORNERO, P. FINALDI RUSSO, G. GUAZZAROTTI, V. NIGRO, *First-time corporate bond issuers in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, 2015.

AGENZIA DELL'ENTRATE, *Circolare n. 4/E del 6 marzo 2013*.

AGENZIA DELL'ENTRATE, *Circolare n.29/E del 26 settembre 2014*.

J. AIZENMAN, M. HUTCHISON, Y. JINJARAK, *What is the risk of European sovereign debt defaults? Fiscal space, CDS spreads and market pricing of risk*, Journal of International Money and Finance, Vol. 34, 2013.

L. ALBARANI, E NOTARANGELO, *Il pegno mobiliare non possessorio: riflessioni sulla nuova garanzia*, Diritto Bancario.it, 2016.

G. ALBARETO, P. FINALDI RUSSO, *Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 2012.

U. ALBERTAZZI, D.J. MARCHETTI, *Credit Supply, Flight to Quality and Evergreening: an Analysis of Bank-firm Relationships after Lehman*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 2010.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

S. AMBROSINI, *Il pegno non possessorio ex lege n. 119/2016*, Crisi d'impresa e Fallimento, 2016.

ANIA, *Rapporto, Trend flussi e riserve vita*, settembre 2016.

ASSONIME, *Circolare n. 39 del 16 dicembre 2013*.

M. G. ATTINASI, C. CHECHERITA, C. NICKEL, *What explains the surge in euro-area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-2009*, Banca Centrale Europea, Working Paper Series, 1131, 2009.

## **B**

BANCA CENTRALE EUROPEA, *BCE funding survey*, 2012.

BANCA CENTRALE EUROPEA, *Structural Issues Report 2013: Corporate Finance and Economic Activity in the Euro Area*, Occasional Papers, 2013.

BANCA CENTRALE EUROPEA, *Economic Bulletin*, 4, 2015.

BANCA D'ITALIA, *Manuale per la compilazione della matrice dei conti, 15° aggiornamento*, 2002.

BANCA D'ITALIA, *Le manovre di finanza pubblica approvate nell'estate 2011*, in Bollettino economico, n. 66, 2011.

BANCA D'ITALIA, *Relazione Annuale*, 2014.

BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale 2015*.

BANCA D'ITALIA, *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi*, in Supplementi al Bollettino Statistico, 59, 2015.

S. BARRIOS, P. IVERSEN, M. LEWANDOWSKA, R. SETZER., *Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis*, European Commission & Directorate General for Economic and Financial Affairs, Economic Papers, 388, 2009.

L. BENVENUTO, *Azioni, obbligazioni, strumenti finanziari*, 2011.

M. BIASIN, M. SCIUTO, *Il Fondo di Credito Diretto (Direct Lending Fund)*, Banca Borsa Titoli di Credito, fasc.5, 2016.

BOMPANI, E. CATELANI, *Project Bond & Commercial Paper*, FrancoAngeli, 2012.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

E. BONACCORSI DI PATTI, E. SETTE, *Bank Balance Sheets and the Transmission of Financial Shocks to Borrowers: Evidence from 2007-2008 Crisis*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 2012.

E. BONACCORSI DI PATTI, A. D'IGNAZIO, M. GALLO, G. MICUCCI, *The role of leverage in firm solvency: evidence from bank loans*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 2014.

M. BRUNNERMEIER, A. CROCKETT, C. GOODHART, A. D. PERSAUD, H. SHIN, *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva London: International Center for Monetary and Banking Studies Centre for Economic Policy Research, 2009.

## C

G. CAGGIANO, L. GRECO, *Sovereign Risk in the Euro Area: Is it Mostly Fiscal or Financial*, The Rimini Centre for Economic Analysis in Canada, 2012.

G. CALCAGNINI, P. DEMARTINI, *Banche e PMI: "le regole dell'attrazione". Spunti di riflessione su vincoli e opportunità di Basilea 2 per lo sviluppo delle piccole e medie imprese*, FrancoAngeli, 2009.

V. CANALINI, *Strumenti finanziari partecipativi e "nuovi" canali di finanziamento delle società per azioni*, 2014, Tesi Dottorato di Ricerca presso Alma Mater Studiorum – Università di Bologna.

F. CANNATA, M. QUAGLIARIELLO, *The role of Basel II in the Subprime Financial Crisis: Guilty or Not guilty*, CAREFIN Research Paper, 3, 2009.

G. CAPO, *Le cambiali finanziarie*, in La raccolta non bancaria del risparmio tra il pubblico, a cura di Fauceglia, Torino, Giappichelli, 1996.

P. CARRIÈRE, *I minibond e le "nuove" obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, in Le società, 2, 2014.

M. CASIRAGHI, E. GAIOTTI, L. RODANO, A. SECCHI, *ECB Unconventional Monetary Policy and the Italian Economy during the Sovereign Debt Crisis*, International Journal of Central Banking, Vol. 12, No. 2, 2016.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

D. CATERINO, *Le cambiali finanziarie tra anomalie genetiche e difficoltà sistematiche*, in Riv. soc., 1996.

R. CAVALLO BORGIA, *Delle Obbligazioni*, in Commentario del codice civile Scialoja - Branca, a cura di F. Galgano, Bologna - Roma, 2005.

CENTRAL BANK OF IRELAND, *Loan Origination by Investment Funds*, Discussion Paper, 2013.

CERVED, *Rapporto PMI 2014*.

CERVED, *Rapporto PMI 2015*.

G. CLAEYS, Á. LEANDRO, A. MANDRA, *European Central Bank quantitative easing: the detailed manual*, Bruegel Policy Contribution, 2015.

E. COLETTI, *Il nodo dell'adeguatezza patrimoniale e peculiarità delle banche italiane*, Quattordicesimo Rapporto Fondazione Rosselli, 2009.

COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, *Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi finanziari*, 2011.

COMMISSIONE EUROPEA. *Small Business Act* – Scheda informativa, 2015.

E. CONIO, F. LOMBARDO, *Il Decreto Destinazione Italia: alcune riflessioni in tema di cartolarizzazioni*, Diritto Bancario, 2014.

CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, *Le modifiche ai limiti all'emissione del prestito obbligazionario (il nuovo comma 5 dell'art. 2412 c.c.)*, Studio n. 143-2014/I, 2014.

G. CORÒ, R. GRANDINETTI, *Strategie di crescita delle medie imprese*, Milano, Edizioni Il Sole 24 ore, 2007.

CRIF RATING AGENCY, *Osservatorio credito alle imprese: Minibond – un'opzione per 10.000 imprese*, Rassegna Stampa, 2013.

## **D**

G. D'ANGELO, *Obbligazioni partecipative: utile deducibile dal reddito*, in Norme e Tributi, 15 gennaio 2013.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

A. DE SOCIO, P. FINALDI RUSSO, *The debt of Italian non-financial firms: an International comparison*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, 2016.

P. DEL GIOVANE, A. NOBILI, F. SIGNORETTI, *Supply Tightening or Lack in Demand: is the Sovereign Debt Crisis different from Lehman?*, presentato al convegno The Sovereign Debt Crisis and the Euro Area, Banca d'Italia, 2013.

A. DI CESARE, G. GRANDE, M. MANNA, M. TABOGA, *Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, 128, 2012.

G. DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria - Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Cedam, 2011.

V. DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, in Tratt. Rescigno, 16, Torino, 2011.

## F

S. FERRETTI, A. FILIPPONE, G. MICUCCI, *Le imprese uscite dal mercato nel corso della Crisi*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, 313, 2016.

FINANCIAL STABILITY BOARD, *Report of the Financial Stability Forum on addressing Procyclicality in the Financial System*, 2009.

FONDO EUROPEO DEGLI INVESTIMENTI, *Institutional non-bank lending and the role of debt funds*, Working Paper 2014/25, 2014.

G. FORESTIERI, *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio*, in Bancaria n.6, 2014.

## G

S. GERLACH, A. SCHULZ, G. B. WOLFF, *Banking and sovereign risk in the euro area*, Deutsche Bundesbank, Discussion Paper Series 1: Economic Studies, 9, 2010.

A. GIANNELLI, *Art. 2412, in Obbligazioni - Bilancio*, a cura di M. Notari e L.A. Bianchi, Commentario alla riforma delle società diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, 2006.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.



A. GIANNELLI, *Obbligazioni ibride (Le), Tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, Egea, 2013.

A. GIANNELLI, *Shadow banking e liberalizzazione del credito*, Bocconi Legal Papers, 23, 2014.

L. GIORDANO, N. LINCIANO, P. SOCCORSO, *The determinants of government yield spreads in the euro area*, CONSOB Working Papers No. 71, 2012.

G. GOBBI, *Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva degli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali*, VI Commissione Camera dei Deputati (Finanze), Roma, 2013.

J.R. GRAHAM, S. HAZARIKA E K. NARASHIMHAN, *Financial Distress in the Great Depression*, NBER Working Papers, 2011.

## H

H.S. HEMPELL, C. SORENSEN, *The impact of supply constraints on bank lending in the euro area crisis induced crunching?*, Working Paper , n. 1262, 2010.

A. HOVAKIMIAN, A. KAYHAN, S. TITMAN, *Are Corporate Default Probabilities consistent with the Static Trade-off Theory?*, The Review of Financial Studies, 25, 2, 2011.

## I

C. IACOPOZZI, *L'applicazione di Basilea II in Italia. Aspetti tecnici ed elementi di riflessione*, Cedam, 2009.

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

## K

K. KASHYAP, L. ZINGALES, *The 2007-8 Financial Crisis: Lesson from Corporate Finance*, Journal of Financial Economics, 97, 2010.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

## L

G. LEONI, C. MELOTTI CACCIA, *Giurisprudenza e attualità in materia tributaria articoli il regime fiscale dei minibond*, Rivista dei Dottori Commercialisti, fasc.2, 2014.

S. LUONI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari. Titoli di debito nelle società di capitali*, Bologna, 2010.

## M

S. MANGANELLI, G. WOLWIJK, 2009, *What drives spreads in the euro area government bond market*, Economic Policy, 4, 2009.

R. MARIANI, *Minibond: un canale di finanziamento alle imprese alternativo al sistema bancario*, Diritto Bancario, 2014.

L. MARRONI, *Verso un mercato delle cambiali finanziarie*, Giurisprudenza Commerciale, fasc.5, 2015.

P. MASI, voce «cambiale finanziaria», in Enc. giur. Treccani, Roma, Istituto dell'Enciclopedia Italiana, 1995.

E. MIGNARRI, *Cambiali finanziarie: la disciplina normativa e fiscale e la proposta di legge di modifica*, Bancaria, 58(7/8), 2002.

P. MIZEN, *The Credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses*, in Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, 90(5), 2008.

A. MOLINA, *Are Firms Underleveraged? An Examination of the Effect of Leverage on Default Probabilities*, Journal of Finance, LV, 3, 2015.

G. MOLINARO, *Dal “decreto crescita” nuove opportunità di finanziamento per le imprese*, Corriere tributario, 29, 2012.

V. MOMONI, *IL RUOLO DI CERVED GROUP*, 2014.

## O

M. Onza, *sub art. 2412*, in N. Abriani – M. Stella Richter Jr., Codice commentato delle società, 2010.

OSSERVATORIO MINI-BOND, *I Report italiano sui Mini-Bond*, 2015.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

OSSERVATORIO MINI-BOND, *Il Report italiano sui Mini-Bond*, 2016.

## P

M. PAGANO, F.PANETTA, L. ZINGALES, *Why do Companies go Public?*, Journal of Finance, Vol. 53, 1, 1998.

F. PANETTA, F.M. SIGNORETTI, *Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, 63, 2010.

F. PANETTA, *Crescita economica e finanziamento delle imprese*, Roma, 2015.

P. PARINI, *Non solo garanzie: mini-bond anche per le piccole imprese*, in *La legge delega per la riforma dei CONFIDI*, a cura dell'Ufficio Studi del Consorzio Camerale per il credito e la finanza, 2016.

P. PENZA, *Basilea 3 e gli impatti sulle banche: redditività, gestione del capitale e ruolo del Pillar 2*, Bancaria, 11, 2011.

D.PETERHOFF, J. ROMEO, P. CALVEY, *Towards Better Capital Markets Solutions For Sme Financing*, Oliver Wyman Financial Services Publishing, 2014.

S. PIERRO, *Pegno mobiliare non possessorio. Le novità introdotte dalla legge n. 119/2016*, Salvis Juribus, 2016.

A. A.POPOV, N. VAN HOREN, *The Impact of Sovereign Debt Exposure on Bank Lending: Evidence from the European Debt Crisis*, De Nederlandsche Bank Working Paper No. 382, 2013.

## R

A. RESTI, A. SIRONI, *Rischio e valore nelle banche, Misura, regolamentazione, gestione*, Egea, 2008.

A. RICCIARDI, *L'impatto di Basilea 2 sulla gestione finanziaria delle imprese: rischi e opportunità*, in Banca e Impresa, 4, 2009.

A. ROSS SORKIN, *Too Big to Fail: Inside the Battle to Save Wall Street*, Viking Press, 2009.

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

## **S**

L. SALAMONE, P. SPADA, G.L. PELLIZZI, *Commentario breve al diritto delle cambiali, degli assegni e degli altri strumenti di credito e mezzi di pagamento*, 2014.

V. SANNUCCI, *Banche e Assicurazioni: un percorso comune per lo sviluppo – Atto Secondo*, Relazione del Direttore Generale della Banca d'Italia e Presidente dell'Ivass alla XLVI Giornata del Credito, 2015.

P. SPADA, *Dai titoli cambiari ai valori mobiliari (suggerimenti della leggina sulle cambiali finanziarie)*, in Riv. dir. civ., I, 1995.

SWIMEZ, *Rapporto sull'economica del Mezzogiorno*, 2013.

## **V**

I. VISCO, *Considerazioni finali*, Relazione Annuale della Banca d'Italia sul 2012, Roma, 2012.

## **W**

G. WEHINGER, *SMEs and the credit crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature*, OECD Journal: Financial Market Trends, 10, 2014.

## **Z**

G. ZADRA, *La re-securitization per finanziare la ripresa*, in *Bancaria* n.9, 2014.

## SITOGRAFIA

AIFI, *Il mercato italiano del Private Debt*, marzo 2016, disponibile al link: [https://dato-images.imgix.net/45/1460448756-](https://dato-images.imgix.net/45/1460448756-1458661101wpdm_MercatoItalianoPrivateDebt.pdf?ixlib=rb-1.1.0)

[1458661101wpdm\\_MercatoItalianoPrivateDebt.pdf?ixlib=rb-1.1.0](https://dato-images.imgix.net/45/1460448756-1458661101wpdm_MercatoItalianoPrivateDebt.pdf?ixlib=rb-1.1.0)

L. ANGELASTRI, *Le garanzie pubbliche a sostegno dell'emissione dei mini bond*, 3 marzo 2016, disponibile al link: <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2016-03-02/le-garanzie-pubbliche-sostegno-emissione-mini-bond-101603.php>

BEBEEZ, *I gestori di Viveracqua piazzano altri 77 mln euro di hydrobond*, 20 gennaio 2016, disponibile al link: <http://bebeez.it/2016/01/20/gestori-di-viveracqua-piazzano-altri-77-mln-euro-di-hydrobond/>

BEBEEZ, *Troppo pochi gli investimenti di assicurazioni e fondi pensione in private equity e private debt*, settembre 2016, disponibile al link: <http://bebeez.it/2016/09/12/gli-investimenti-assicurazioni-fondi-pensione-private-equity-private-debt/>

C. CARZANIGA, *Quale ruolo per i Confidi nel rilascio di garanzie a favore di minibond?*, newsletter del Consorzio Camerale per il credito e la finanza, Gennaio 2015. Disponibile al link: [http://www.consorziocreditoefinanza.it/wp-content/uploads/2016/09/39.-Dalla-newsletter\\_Quale-ruolo-per-i-Confidi-nel-rilascio-di-garanzie-a-favore-di-mini-bond-gennaio-2015.pdf](http://www.consorziocreditoefinanza.it/wp-content/uploads/2016/09/39.-Dalla-newsletter_Quale-ruolo-per-i-Confidi-nel-rilascio-di-garanzie-a-favore-di-mini-bond-gennaio-2015.pdf)

C. CARZANIGA, *La cartolarizzazione di mini-bond: obiettivi, vantaggi, fasi e soggetti*, newsletter del Consorzio Camerale per il credito e la finanza, giugno 2015, disponibile al link: [http://www.consorziocreditoefinanza.it/wp-content/uploads/2016/09/36.-Dalla-newsletter\\_La-cartolarizzazione-di-mini-bond\\_obiettivi-vantaggi-fasi-e-soggetti-coinvolti-giugno-2015.pdf](http://www.consorziocreditoefinanza.it/wp-content/uploads/2016/09/36.-Dalla-newsletter_La-cartolarizzazione-di-mini-bond_obiettivi-vantaggi-fasi-e-soggetti-coinvolti-giugno-2015.pdf)

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Strengthening the resilience of the banking sector, Consultative Document*, 2009, disponibile al link: <http://www.bis.org/publ/bcbs164.pdf>

CONSOB, *La crisi del debito strumento di gestione a breve termine di denaro in base al quale sovrano del 2010-2011*, disponibile al

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

link:<http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>

FONDO ITALIANO DI INVESTIMENTO , comunicato stampa, disponibile al link:  
[http://www.fondoitaliano.it/pdf\\_comunicati/Comunicato%20Stampa%20Fondo%20di%20Fondi%20Private%20Debt.pdf](http://www.fondoitaliano.it/pdf_comunicati/Comunicato%20Stampa%20Fondo%20di%20Fondi%20Private%20Debt.pdf)

DE STEFANI, *Società «medie», la chance delle cambiali finanziarie, in Il Sole 24 ore, 31 agosto 2012*, disponibile al link:  
<http://www.ilsole24ore.com/landingAbbonamenti/landing.shtml?from=metered&uuid=Ab2hK8VG>

EPIC.IT, *Zenit SGR sottoscrive il primo minibond garantito dal Fondo Centrale di Garanzia emesso da Essepi Ingegneria*, Aprile 2015, disponibile al link: <http://epic.it/it/blog/media-room/zenit-sgr-sottoscrive-il-primo-minibond-garantito-dal-fondo-centrale-di-garanzia#>

FINANZIARIA INTERNAZIONALE SECURITIZATION GROUP, *Come supportare la piccola media impresa veneta attraverso gli strumenti finanziari innovativi*, gennaio 2016, disponibile al link:  
[https://www.regione.veneto.it/c/document\\_library/get\\_file?uuid=c64685b3-b1e4-4da8-8843-7680c0d639dc&groupId=2679875](https://www.regione.veneto.it/c/document_library/get_file?uuid=c64685b3-b1e4-4da8-8843-7680c0d639dc&groupId=2679875)

*Barometro minibond: market trends*, aggiornato al 31 dicembre 2016. Disponibile al link:  
<https://minibonditaly.it/approfondimento/barometro-minibond-market-trends-dati-aggiornati-al-31122016.html>

*Minibond Strumenti di debito alternativi*, Commissione di studio sul diritto e la pratica societaria presso l'Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili di Biella, *Il Commerci@lista*, 2014, 36 ss. disponibile al link:  
[http://www.odcec.torino.it/public/circolari/monografia\\_minibond\\_-il\\_commerci\\_lista\\_001.pdf](http://www.odcec.torino.it/public/circolari/monografia_minibond_-il_commerci_lista_001.pdf)

STEFANIA PEVERARO, *Pmi, l'Abi va in pressing sull'Eba*, Milano Finanza, 11 novembre 2015, disponibile al link:  
<http://www.milanofinanza.it/news-preview/pmi-l-abi-va-in-pressing-sull-eba-2034464>

*Regolamento di Gestione del Fondo Comune di Investimento Mobiliare Chiuso di Tipo Riservato(FoF Private Debt )gestito da*

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.

*Fondo Italiano d'Investimento SGR S.p.A*, disponibile al link:  
<http://www.fondoitaliano.it/private-debt-regolamento-del-fondo.shtml>

*ADVISEOLNY, Minibond, come funzionano le garanzie*, disponibile al  
link:<https://www.adviseonly.com/blog/brandcorner/zenit-sgr/minibond-come-funzionano-le-garanzie/>

Tesi di dottorato di Maria Gabriella Cucca, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non riproducibile, in tutto o in parte, se non con il consenso scritto dell'autore.