

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

OSSERVATORIO MONETARIO

3/2014

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo Gemelli, 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Monte di Pietà, 7 – Tel. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano – Milano, Piazza Meda n. 2/4 – c/c n. 40625



Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 3/2014

Autori del presente rapporto sono: Marco Lossani (Introduzione), Fiorenzo Di Pasquali (cap. 1), Paola Rossi (cap. 2), Alberto Banfi e Francesca Pampurini (cap. 3), Simonetta Acri e Edoardo Li Castri (cap. 4), Giuliana Borello (cap. 5).

Direzione e coordinamento: Alberto Banfi e Marco Lossani . Segreteria: Barbara Caprara.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 25 novembre 2014.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2487; lab.monetario@unicatt.it; www.assbb.it

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo A. Gemelli, 1

Segreteria: presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Monte di Pietà, 7 – tel. 02-6275.5252



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Proff. M. LOSSANI (Direttore), A. BAGLIONI, A. BANFI, D. DELLI GATTI
P. GIARDA, P. RANCI, G. VACIAGO, G. VERGA



INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE	pag. 1
1. RECENTI INNOVAZIONI NELL'OPERATIVITA' DELLE BANCHE CENTRALI A SOSTEGNO DELL'ECONOMIA REALE	pag. 3
1. La <i>forward guidance</i> e la finalizzazione delle operazioni di politica monetaria	3
2. Le operazioni "mirate" nell'azione della Federal Reserve di internazionalizzazione e mercati di destinazione	5
3. Le operazioni "mirate" nell'azione della Bank of England	7
4. Le novità nell'azione della Banca Centrale Europea	9
5. Conclusioni	21
2. IL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE DURANTE LE DUE CRISI FINANZIARIE	23
1. Un economia di piccole imprese	23
2. Le due crisi finanziarie	24
3. La struttura finanziaria delle imprese risulta fragile...	27
4. ... ma qualche cosa si sta muovendo	31
3. I MINIBOND PER IL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE: ASPETTI TECNICI E EVOLUZIONE DEL MERCATO ITALIANO	35
1. Le innovazioni nel contesto normativo	36
2. L'emissione e la negoziazione dei minibond	40
3. Analisi delle emissioni quotate sul mercato ExtraMot Pro	43
4. Le analoghe esperienze Europee: un confronto	52
5. Conclusioni	53
4. L'ESPERIENZA DI SACE A SUPPORTO DEL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE	55
1. L'evoluzione del ruolo di SACE a supporto delle imprese	55
2. Le successive estensioni dell'operatività a sostegno delle imprese	58
3. Dall'"effetto volano" alla trasformazione della struttura del debito delle imprese	61
4. La valutazione dei rischi: il passaggio dalle operazioni di portafoglio al supporto alle piccole e medie imprese	63
5. Le lezioni imparate e l'impatto sull'operatività di SACE	64
6. Nuovi recenti sviluppi	66
Appendice	67



5. IL FINANCIAL CROWDFUNDING: UNO STRUMENTO ALTERNATIVO DI FINANZIAMENTO DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE	71
1. Nascita ed evoluzione del <i>crowdfunding</i>	71
2. Il Crowdfunding in Europa	74
3. L'esperienza italiana del <i>crowdfunding</i>	76
4. Conclusioni	81



SINTESI

Questo numero di Osservatorio monetario viene interamente dedicato all'analisi di alcuni aspetti riguardanti le modalità alternative di finanziamento delle imprese italiane.

Il primo capitolo rivolge l'attenzione alla recente scelta delle principali banche centrali di modificare la storica pratica di erogare finanziamenti ai sistemi bancari in modo incondizionato, mostratasi non idonea per un'efficace conduzione della politica monetaria nell'attuale contesto di crisi. Si è quindi aperta la via al ricorso ad operazioni a lungo termine caratterizzate da vincoli di destinazione del credito concesso all'economia dai sistemi bancari, impegnandoli in tal modo nel raggiungimento dell'obiettivo di favorire la concessione di finanziamenti al settore delle Piccole e medie imprese (PMI), ritenuto struttura portante del sistema produttivo nell'area dell'euro.

Una simile innovazione, avviata dalla Banca Centrale Europea dallo scorso mese di ottobre, è stata preceduta nel recente passato da esperienze simili, seppure difficilmente paragonabili (dati gli assai diversi contesti istituzionali ed operativi) quali quelle della Fed e della Bank of England.

L'esame dell'azione svolta dalla Banca Centrale Europea ha luogo dapprima con l'analisi dell'azione condotta tra fine 2011 e inizio 2014, con particolare riguardo per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine "triennali", riconosciute *ex post* scarsamente efficaci nel perseguire l'obiettivo di far giungere credito ai settori in maggiore difficoltà nell'area. A quell'insuccesso è conseguita una radicale modifica del suo *modus operandi* che ha visto l'introduzione di elementi di finalizzazione dei

finanziamenti da essa concessi con il ricorso ad "operazioni mirate" di sostegno al sistema bancario di durata quadriennale (TLTRO) e quindi all'economia reale, cui si sono aggiunti due nuovi programmi di acquisto di *asset backed securities* e di *covered bond*. L'insieme delle "nuove operazioni" privilegia l'intento di accrescere l'offerta di credito, in particolar modo a beneficio delle piccole e medie imprese, sia sotto il profilo quantitativo che per quanto attiene ai costi, coinvolgendo il sistema bancario dell'area dell'euro, impegnato nel perseguimento dell'obiettivo anche da condizioni penalizzanti che potrebbero attivarsi in caso di mancata realizzazione degli obiettivi.

Il secondo capitolo analizza le principali modalità di finanziamento delle imprese italiane, verificando se nel corso delle due recenti crisi finanziarie si siano manifestate – sotto questo aspetto - delle modificazioni sostanziali.

La conclusione raggiunta è che nel nostro paese le banche hanno continuato a giocare un ruolo preminente nel finanziamento delle imprese, coprendo circa due terzi dei debiti finanziari aziendali. La situazione italiana rimane peculiare una volta raffrontata con quella di paesi come Francia e Germania, dove pure il sistema bancario riveste un ruolo di spicco dell'intermediazione finanziaria, o ancora di più con quelli dei paesi di matrice anglosassone. Tuttavia occorre riconoscere che una possibile lettura delle due crisi finanziarie - e delle conseguenti restrizioni nell'offerta di credito bancario - è che queste abbiano costituito un momento di cesura rispetto al passato, sollecitando le imprese a trovare nuove soluzioni per il finanziamento esterno. In qualche caso, per il momento ancora sporadico, sembra emergere un atteggiamento di maggior apertura rispetto al passato, sia da parte delle banche che



delle imprese. Sembrano dunque essere stati creati i presupposti e le condizioni più favorevoli alla patrimonializzazione, al ricorso ai mercati finanziari e alla quotazione.

Nel terzo capitolo vengono analizzati gli strumenti di debito a disposizione delle aziende come alternativa al finanziamento attraverso il credito bancario e in particolar modo i cosiddetti minibond. Tra le principali riforme che i governi dell'ultimo biennio hanno varato a favore della ripresa economica e del sostegno alle imprese vi sono alcune misure finalizzate a ridurre lo svantaggio degli strumenti di debito rispetto ad altre forme di funding, soprattutto nel caso delle piccole e medie imprese non quotate. Le novità regolamentari si sono focalizzate su tre tipi di intervento: la rimozione dei limiti quantitativi previsti per le emissioni obbligazionarie delle piccole e medie imprese, l'introduzione di agevolazioni fiscali sia per gli emittenti che per gli investitori e l'ampliamento delle categorie di investitori istituzionali che possono investire in tali strumenti. Contestualmente anche Borsa Italiana S.p.A. ha introdotto un nuovo segmento di mercato per gli investitori professionali, organizzato in forma di Multilateral Trading Facility, denominato ExtraMot Pro e deputato ad accogliere le emissioni di strumenti obbligazionari effettuate da imprese i cui titoli non sono quotati su alcun mercato regolamentato. Dopo una fase iniziale di adattamento, caratterizzata da un esiguo numero di emissioni effettuate da imprese di grandi dimensioni, a partire dalla primavera del 2014 un numero crescente di piccole e medie imprese ha fatto ricorso a questo canale di finanziamento. Il successo dei minibond quali strumenti in grado di accompagnare le piccole e medie imprese verso la ripresa dopo un lungo periodo di crisi dipende in larga misura dalla

capacità delle banche di rivedere il proprio ruolo limitando il ricorso al finanziamento diretto e offrendo in alternativa servizi di intermediazione in grado di avvicinare i clienti al mercato dei capitali.

Tra gli interventi volti al sostegno dell'attività delle piccole e medie imprese merita di essere oggetto di uno specifico approfondimento il ruolo progressivamente assunto dalla SACE che, negli anni, ha ampliato la propria operatività affiancando all'attività tradizionale di assicurazione del credito all'export la copertura del rischio di credito sui finanziamenti erogati dalle banche alle imprese italiane, allo scopo di sostenerne il processo di internazionalizzazione aumentando le fonti di finanziamento. Il quarto capitolo viene quindi dedicato a una disamina della recente evoluzione dell'attività di SACE allo scopo di evidenziarne il contributo al finanziamento delle imprese (soprattutto di quelle di minori dimensioni) e le diverse forme che tale contributo ha assunto nel tempo, proponendo altresì alcune possibili ipotesi di sviluppo di nuove linee di intervento.

Il quinto e ultimo capitolo è dedicato all'esame dell'esperienza del *Financial return crowdfunding* in Italia, inteso quale modello in cui i potenziali investitori sono attratti "anche" dal ritorno finanziario del progetto finanziato. Data l'importanza delle potenzialità del fenomeno per lo sviluppo delle imprese nel nostro paese, il regolatore italiano ha messo a punto una specifica normativa tesa a promuovere tale strumento alternativo, utile al rilancio del sistema imprenditoriale, attraverso semplificazioni ed agevolazioni di diverso tipo finalizzate a favorire l'accesso al credito e l'internazionalizzazione delle imprese, mantenendo al tempo stesso la tutela degli



investitori tramite le regole (e le rigidità) tipiche dei mercati finanziari.

L'innovazione delle imprese rappresenta storicamente una connotazione italiana, ma dall'analisi dell'*equity crowdfunding* in Italia risulta evidente che il mercato è in potenziale crescita ancorché assuma ad oggi ancora una caratterizzazione prevalentemente locale e sperimentale. Dunque il potenziale dell'*equity crowdfunding* nel fornire sostegno al finanziamento delle piccole e medie imprese italiane è limitato dall'attuale regolamentazione; regolamentazione che genera altresì ulteriori problemi di parità di trattamento nei confronti delle imprese europee che ad oggi hanno maggiore facilità nell'accesso al credito tramite le piattaforme di *crowdfunding*.

Quanto evidenziato in questo contributo segnala come lo strumento del *financial return crowdfunding* - così come attualmente disciplinato - renda poco coerente la sua natura con il carattere di immediatezza e semplificazione che dovrebbe avere per favorire l'incontro diretto tra i soggetti coinvolti (i richiedenti di finanziamento e i potenziali investitori).



INTRODUZIONE♦

Nel corso degli ultimi mesi il quadro macroeconomico dell'Eurozona si è nuovamente deteriorato. Ai risultati negativi del nostro paese, entrato per la terza volta in recessione nel corso degli ultimi 7 anni – un evento mai accaduto nella storia economica italiana – si sono aggiunti i dati congiunturali negativi provenienti dal resto dell'area Euro. Le informazioni più recenti mostrano un ulteriore declino dell'attività del manifatturiero francese che si accompagna a un nuovo calo delle intenzioni di acquisto espresse da parte dei responsabili degli uffici acquisti, unitamente a una riduzione degli ordinativi, in gran parte dei paesi dell'Eurozona – Germania compresa.

Contemporaneamente la Banca Centrale Europea si appresta a rivedere – nuovamente al ribasso – le sue previsioni riguardanti l'inflazione, che si colloca ormai da diverso tempo su livelli decisamente inferiori rispetto all'obiettivo del 2%. Il rischio di entrare in una fase di deflazione è sempre più tangibile e ha spinto il Governatore Draghi a intensificare le dichiarazioni volte a sostenere la fattibilità di una politica di «*quantitative easing*», tesa a immettere massicci quantitativi di liquidità attraverso l'acquisto di titoli sovrani.

Gli annunci del Governatore hanno sinora sortito effetti positivi sia sull'andamento dei mercati di borsa che sul livello degli spread. Tuttavia non bastano a scongiurare il rischio che il prolungamento di una fase congiunturale difficile, all'interno di un'area come l'Eurozona ancora gravata da pesanti poste debitorie, possa scatenare una nuova fase di crisi, che potrebbe essere resa ancora più aspra dalle conseguenze (di più breve

periodo) della “valutazione approfondita” (*Comprehensive Assessment*) appena svolta.

Non va infatti dimenticato che a partire dallo scorso 4 novembre la Banca Centrale Europea ha assunto la guida del Meccanismo di Vigilanza Unico attraverso il quale 3.600 banche dell'Eurozona verranno sottoposte all'attività di supervisione svolta dalla BCE e dai singoli supervisor nazionali. Si tratta di una data storica che sancisce nei fatti l'avvio della prima fase di un processo di unificazione che dovrebbe condurre – contemporaneamente allo sviluppo del Meccanismo Unico di Risoluzione delle Crisi – alla creazione di una vera e propria unione bancaria all'interno dell'Eurozona.

Il Meccanismo di Vigilanza Unico ha preso l'avvio al termine dell'esercizio di “valutazione approfondita” condotto dalla BCE – in collaborazione con le autorità nazionali di vigilanza – in due fasi. Dopo aver realizzato un esame della qualità degli attivi delle banche, sono stati condotti i (famosi) “stress test” – attraverso i quali si è verificata l'adeguatezza patrimoniale di ciascuna delle 130 banche (rappresentative dell'82% degli attivi dell'industria bancaria dell'Eurozona) esaminate in conseguenza di diverse tipi di shock.

L'esercizio ha messo in evidenza come 25 banche dell'Eurozona (sulle 130 esaminate) non sarebbero in grado di garantire un livello adeguato di capitale, al dispiegarsi degli effetti provocati dagli shock. I deficit patrimoniali evidenziati dalla BCE sono risultati pari a 24,6 miliardi di Euro di cui quasi 10 dovuti a carenze di capitale sofferte da 9 banche italiane.

Sono del tutto evidenti le implicazioni negative di questo processo di valutazione sia per l'industria

♦ A cura di Marco Lossani



bancaria che per il sistema produttivo italiano. Le banche sono infatti costrette a uno sforzo di ricapitalizzazione particolarmente gravoso e difficoltoso. D'altro canto la mancanza di capitale (fintanto che non viene eliminata) costituisce un vincolo alla possibilità di erogare credito alle imprese che ne facessero richiesta. Vincolo che – con riferimento a un apparato produttivo come quello italiano caratterizzato da una struttura finanziaria fortemente sbilanciata

verso il finanziamento bancario – rischia di diventare particolarmente stringente.

La necessità di sviluppare forme di finanziamento alternative a quelle costituite dal tradizionale canale bancario è ormai diventata pressochè ineludibile. Allo studio di alcuni aspetti riguardanti le possibili modalità alternative di finanziamento delle imprese italiane è dedicato il presente numero di Osservatorio Monetario.



1. RECENTI INNOVAZIONI NELL'OPERATIVITA' DELLE BANCHE CENTRALI A SOSTEGNO DELL'ECONOMIA REALE*

Introduzione

In un contesto di crisi perdurante ormai da otto anni, l'azione delle banche centrali nella gestione della politica monetaria è stata resa via via più complessa dal propagarsi delle difficoltà all'economia reale. Ciò ha portato alla creazione di nuovi strumenti operativi, la maggior espressione dei quali è rinvenibile nella cosiddetta “*forward guidance*” e nel ricorso ad interventi di politica monetaria “mirati” al perseguimento di specifici obiettivi di sostegno all'attività produttiva.

Dopo aver dato conto dei tratti generali relativi ai due strumenti, il lavoro si pone l'obiettivo di passare in rassegna le modalità con le quali le “operazioni mirate” hanno trovato realizzazione da parte delle principali banche centrali.

Tali azioni sono state condotte con la comune finalità di dare sostegno alla piccola e media impresa, ossia alla componente più diffusa e al tempo stesso ritenuta più debole dell'apparato produttivo dell'Eurozona. Tuttavia, la diversa epoca a partire dalla quale sono state poste in essere e, ancor più, lo specifico contesto istituzionale ed operativo in cui sono state condotte le rendono difficilmente paragonabili.

Il lavoro si propone di delineare dapprima i tratti essenziali relativamente alla *forward guidance* e alle “operazioni mirate”, per poi passare alla descrizione del ruolo e delle modalità con le quali queste ultime hanno trovato realizzazione ad opera della Federal Reserve americana, della Bank of England, e, seppure l'esperienza sia stata appena avviata, della Banca Centrale Europea.

1. La *forward guidance* e la finalizzazione delle operazioni di politica monetaria

Gli anni della crisi hanno visto notevoli mutamenti nello scenario economico mondiale e le banche centrali sono divenute protagoniste oltre che sul terreno della politica monetaria anche in ambiti non di loro diretta competenza rispetto ai quali a tratti sembrerebbero addirittura essere state chiamate, loro malgrado, a svolgere funzioni di supplenza. Il riferimento va, in primo luogo, alla Banca Centrale Europea per le problematiche che su di essa si riverberano per essere banca centrale di 18 diversi paesi facenti parte di un'Unione ancora oggi incompiuta; ma a tale sorte non sono sfuggite la Federal Reserve americana e la Bank of England. Dall'osservazione del loro agire emerge come esse abbiano fatto ricorso all'intero strumentario messo a loro disposizione dagli ordinamenti ma abbiano anche dato interpretazioni innovative dei medesimi strumenti che, a seconda dei casi, le hanno portate a porre in essere nuove prassi operative definite “misure non convenzionali a carattere temporaneo (*Unconventional policy instruments*)”, a volte considerate ai limiti del quadro normativo dettato a loro presidio. Non sempre tali azioni sono risultate efficaci, e talvolta, come nel caso della Banca Centrale Europea, per i motivi già richiamati, hanno suscitato interpretazioni contrastanti e critiche severe.

Un simile contesto è stato indubbiamente determinato dalle eccezionali condizioni di crisi che hanno caratterizzato l'economia mondiale a partire dall'estate del 2007 alle quali la risposta delle banche centrali è consistita nell'accentuazione e nell'ampliamento delle misure di politica monetaria, tradottesi di fatto nella riduzione dei tassi di interesse a breve a livelli storicamente bassi e nella concessione ai sistemi bancari di risorse liquide in misura pressoché illimitata.

* A cura di Fiorenzo Di Pasquali



Nell'ultimo triennio, tuttavia, le difficoltà crescenti hanno spinto le banche centrali a ricercare soluzioni idonee a dare maggiore efficacia al loro operato e a ricorrere ad un diverso modo di comunicare con i mercati e con le opinioni pubbliche di riferimento.

Ciò ha portato, da un lato, ad approntare nuove modalità di comunicazione (definite *forward guidance* o “indicazioni prospettiche”) dirette a rendere più agevolmente conoscibili gli obiettivi e la direzione degli interventi della banca centrale, contribuendo quindi ad innalzare il livello di prevedibilità del suo operato (esigenza divenuta pressante in specie a seguito del restringersi dei margini di manovra della politica monetaria in coincidenza con la progressiva riduzione dei tassi di *policy*) e, dall'altro, a concedere ulteriore liquidità con operazioni di mercato aperto “mirate” (*Targeted refinancing operations*), quindi con un approccio differente rispetto a quanto avvenuto fino ad allora, quando non era previsto alcun vincolo di destinazione alla liquidità concessa. Questa seconda innovazione nel modo di agire delle banche centrali va vista prevalentemente come un orientamento delle stesse a sostegno dell'economia reale, alle famiglie e soprattutto alle piccole e medie imprese, che rappresentano la struttura portante del sistema produttivo.

Della *forward guidance* e della “finalizzazione” delle operazioni di politica monetaria sono state date diverse definizioni e vi sono esempi molteplici che tuttavia risentono dei diversi contesti in cui hanno trovato realizzazione.

Secondo la Banca Centrale Europea, la *forward guidance* va intesa come l’*offerta di informazioni più esplicite sull'evoluzione futura dei tassi di interesse ufficiali in base alle condizioni economiche*”, ed ha come scopo “... evitare che la volatilità (in particolare dei tassi di interesse) nei mercati influisca sulla politica monetaria

*orientandola verso direzioni indesiderate e ostacolando la trasmissione del grado di accomodamento esistente. La minore incertezza in merito ai tassi di interesse migliorerà a sua volta la pianificazione delle scelte economiche correnti e future degli operatori privati.”*¹

Per la Bank of England, esplicitare le linee guida della politica monetaria può accrescere l'efficacia degli stimoli monetari in tre modi: innanzitutto producendo maggiore chiarezza con riguardo alla visione del *Monetary Policy Committee* (MPC) circa l'appropriato *trade off* tra la velocità con cui l'inflazione si mantiene sugli obiettivi previsti e il sostegno dato alla ripresa; in secondo luogo, riducendo l'incertezza sul futuro sentiero della politica monetaria durante la ripresa; in terzo luogo, delineando una cornice robusta entro la quale l'MPC può preparare il campo per favorire una crescita economica senza mettere a rischio la stabilità finanziaria e dei prezzi².

¹ Sempre secondo la Banca Centrale Europea, con riguardo ai contenuti della comunicazione, la *forward guidance* può essere:

- “puramente qualitativa”, se non esplicita alcuna data finale o soglia numerica che offra informazioni circa la probabile evoluzione futura dei tassi di interesse ufficiali e se non contiene alcun riferimento esplicito a una configurazione di condizioni sottostanti;
- “qualitativa, basata su una descrizione”, se integra le dichiarazioni qualitative sull'evoluzione probabile dei tassi di interesse di riferimento con una descrizione dell'insieme di condizioni macroeconomiche in presenza delle quali si prevede di mantenere l'orientamento monetario;
- “basata sul calendario”, se da essa deriva l'assunzione di un impegno condizionato basato su una data esplicita dopo la quale si prevede una modifica dell'orientamento monetario fino ad allora realizzato;
- “basata sui risultati”, se prevede l'esplicitazione di condizioni o soglie numeriche che collegano gli interventi della banca centrale a una determinata serie di variabili economiche osservate o previste. Cfr. Banca Centrale Europea, *La forward guidance della BCE*, in Bollettino mensile, aprile 2014, pagg. 71-80.

² Cfr. www.bankofengland.co.uk/



Per la Federal Reserve, attraverso la *forward guidance* il *Federal Open Market Committee* (FOMC) fornisce indicazioni alle famiglie, alle imprese e agli investitori, sulla conduzione della politica monetaria che ci si attende potrà prevalere nel futuro³.

Quanto alla finalizzazione dell'azione della banca centrale attraverso interventi "mirati" per renderne più efficaci e più facilmente misurabili gli esiti, è possibile riconoscere come essa possa trovare realizzazione con modalità diverse. E' innanzitutto possibile che gli interventi a sostegno dell'economia reale prevedano l'accesso diretto si è rimasta elevata. Il protrarsi della e o, come più di frequente accade, attraverso il rispettivo sistema bancario. E' poi possibile che gli interventi si caratterizzino per il solo annuncio delle categorie di soggetti destinatari finali fissando tuttavia limiti quantitativi alla dimensione degli interventi stessi (complessivi o rispetto ai singoli beneficiari), oppure, come nel caso di erogazione attraverso i diversi sistemi bancari dell'Unione monetaria europea, prevedendo la fissazione di condizioni idonee ad una verifica stringente di tempi e quantità dell'erogazione (fino a giungere alla previsione di sanzioni).

Non è difficile scorgere la complementarietà di tali nuovi approcci in un contesto di difficoltà altrettanto nuove nella gestione dei flussi di liquidità e nella loro canalizzazione verso i destinatari finali, come è stato osservato in occasione della attivazione delle "Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine triennali" (LTRO triennali) della Banca Centrale Europea. Essi, mentre rendono più agevolmente leggibile l'orientamento della banca centrale, forniscono indicazioni sulla destinazione finale "voluta" che intende dare ai propri interventi: ciò allo scopo di incidere, fin dal momento dell'annuncio dei

provvedimenti adottati, sui meccanismi di trasmissione degli impulsi di politica monetaria, quanto più direttamente ed esplicitamente possibile indirizzati sugli obiettivi.

Nel loro insieme, *forward guidance* e finalizzazione degli interventi hanno trovato manifestazione nell'azione della Banca Centrale Europea, della Bank of England e della Federal Reserve, in tempi e con modalità operative differenti in relazione alla diversa storia e alle peculiarità di contesto e istituzionali di ciascuna di esse.

2. Le operazioni "mirate" nell'azione della Federal Reserve

Segnali di un cambiamento rilevante rispetto al più ordinario modo di operare della *Federal Reserve* sono emersi con chiarezza fin dalla prima fase della crisi: essi hanno riguardato sia lo strumentario posto in campo per affrontare la crisi stessa e sia le modalità di comunicazione dell'operato della banca centrale e spesso i tempi e i modi dell'uno e delle altre sono andati sovrapponendosi.

Con riguardo alle operazioni mirate di politica monetaria poste in essere dalla Fed si osserva che da esse traspare la volontà di raggiungere in via più diretta rispetto al passato i destinatari finali della maggior liquidità immessa nel sistema facendo pervenire le risorse liquide aggiuntive all'economia reale là dove ritenute indispensabili. Per apprezzare il cambiamento intervenuto può essere opportuno considerare la composizione dell'attivo di bilancio della Federal Reserve nei quattro anni e mezzo precedenti l'inizio della crisi (2003 – luglio 2007) e nella prima fase di essa (che negli Stati Uniti può ricondursi al periodo agosto 2007-marzo 2009). L'esame del periodo antecedente la manifestazione della crisi mostra come la realizzazione della politica monetaria sia stata incentrata pressoché esclusivamente sulle

³ Cfr. www.federalreserve.gov.



“Operazioni di mercato aperto” condotte facendo ricorso ai soli titoli del Tesoro statunitense; contemporaneamente, le operazioni riconducibili alla tipologia dei “Prestiti”, incentrati sulla cosiddetta “Finestra di sconto” (*Discount window*) hanno giocato un ruolo del tutto insignificante.

Con il manifestarsi delle prime grosse difficoltà, che hanno visto inizialmente coinvolta l’industria finanziaria per estendersi poi al settore reale dell’economia, è stato dato avvio a due “programmi” di sostegno della liquidità che hanno progressivamente assunto dimensioni molto rilevanti nel bilancio della Federal Reserve. Tra il 2007 e il 2010 la composizione del suo attivo ne è risultata radicalmente stravolta per il massiccio peso assunto, tra le Operazioni di politica monetaria, dai “Prestiti” condotti attraverso speciali “programmi”. Tali programmi si sono contraddistinti per il loro ammontare e per l’ampia e diversificata platea dei destinatari finali dei prestiti⁴; inoltre, accanto alla Federal Reserve hanno partecipato all’erogazione dei prestiti anche altre istituzioni, pubbliche e private, in collaborazione tra loro (in primo luogo il Tesoro).

Il primo programma attivato, denominato *Support for Specific Institutions*, è stato destinato alla gestione e al salvataggio delle situazioni di maggior crisi nell’industria finanziaria. Quasi contestualmente ad esso è stato varato il secondo programma, il più significativo ai nostri fini, denominato *Liquidity facilities*, riconducibile ad

⁴ Ciò è potuto avvenire in quanto i programmi sono stati accompagnati dalla precisazione che essi sarebbero stati resi operativi nel rispetto della Sezione 13(3) del Federal Reserve Act: “...*In unusual and exigent circumstances, the Board of Governors ... may authorize any Federal reserve bank ... to discount for any individual, partnership or corporation, notes, draft and bills of exchange at the kinds and maturities made eligible for discount for member banks under other provision of this Act when such notes, draft and bills of exchange are endorsed or otherwise secured to the satisfaction of the Federal reserve bank*”.

una pluralità di sottoprogrammi destinati a mettere a disposizione linee di credito della Federal Reserve dedicate a specifiche categorie di soggetti (non più solo dell’industria finanziaria). In particolare vanno richiamati almeno tre sottoprogrammi con finalità dirette al sostegno di famiglie e di piccole e medie imprese oltre che degli intermediari finanziari più direttamente coinvolti nella concessione di credito a tali categorie di soggetti. Con il primo di essi (denominato *Commercial Paper Funding Facility, CPFF*), la *Federal Reserve Bank* di New York ha messo a disposizione di un’apposita struttura (*CPFF Llc*) una linea di credito per consentire il riacquisto sul mercato o il rinnovo di *commercial papers* direttamente dagli emittenti, a condizione che esse fossero emesse da soggetti in possesso di un elevato merito di credito e la “carta” fosse al contempo dotata di particolari caratteristiche tecniche. Con il secondo programma (denominato *Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, AMLF*) si è fornita liquidabilità alla carta commerciale detenuta dai fondi specializzati in *commercial paper*, mentre con il terzo programma (denominato *Term Asset Backed Securities Loan Facilities, TALF*) è stato dato sostegno al mercato secondario delle *asset backed securities*, per favorirne l’emissione sui mercati primari allo scopo di agevolare l’accesso al credito e la rinegoziazione dei mutui a famiglie e a piccole e medie imprese⁵: ciò è avvenuto attraverso la concessione di finanziamenti della durata massima di 5 anni ad opera della *Federal Reserve*

⁵ Nell’ambito delle *Liquidity Facilities* sono risultati attivi, oltre a quelli citati, anche altri sottoprogrammi: *Term Auction Credit (TAC)*; *Primary Dealer Credit Facility (PDCF)*; *Term Securities Lending Facility (TSLF)*. Per un esame delle loro caratteristiche si rinvia a www.federalreserve.gov e a A.Banfi, F. Di Pasquali, *Le Banche -Centrali negli anni della crisi*, Isedi, Torino, 2014, pagg 113-120



Bank di New York (in collaborazione con il Tesoro).

Nell'insieme, tali programmi hanno assunto un ruolo mai riscontrato in passato: basti pensare che tra l'agosto 2007 e il marzo 2009 sono arrivati a rappresentare mediamente i due terzi dell'attivo della Federal Reserve, per complessivi 1.250 mld. \$, di cui in particolare la *Liquidity facilities* ha pesato per il 60%⁶. A dicembre 2008, venuti meno i più pressanti motivi di crisi, il FOMC ha annunciato che la propria azione a sostegno del buon funzionamento dei mercati finanziari e di stimolo all'economia sarebbe progressivamente tornata ad incentrarsi sulle Operazioni di mercato aperto condotte via titoli di debito, precisando che oltre ai titoli del Tesoro sarebbero stati interessati anche titoli del debito delle agenzie federali e *mortgage backed securities*. I programmi di "Prestiti", viceversa, sarebbero andati progressivamente ad estinzione⁷.

Tali modalità di intervento, finalizzate per lo più a sostenere il mercato secondario dei titoli e la loro liquidabilità, hanno trovato giustificazione nel contesto americano dove ben più agevole è il passaggio degli stimoli monetari dalla banca centrale ai mercati; in questo modo ne hanno tratto beneficio sia i detentori di attività finanziarie e sia le imprese che sono state quindi poste nella condizione di emettere più agevolmente titoli di debito o azioni. In Europa, dove invece è strutturalmente prevalente l'attività

⁶ Cfr. A. Banfi, F. Di Pasquali, *Le Banche Centrali...*, cit., pagg. 111 e 118.

⁷ "... the Committee and the Board of Governors anticipate that most of the Federal Reserve's special liquidity facilities will expire on February 1, 2010, consistent with the Federal Reserve's announcement of June 25, 2009. These facilities include the Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, the Commercial Paper Funding Facility, the Primary Dealer Credit Facility, and the Term Securities Lending Facility". Cfr. FOMC Meeting, Statement, 15-16 dicembre 2009, in www.federalreserve.gov.

di intermediazione dei sistemi bancari, per i quali transita la maggior parte del credito destinato all'economia reale, gli interventi hanno seguito un approccio differente.

3. Le operazioni "mirate" nell'azione della Bank of England

Anche la Bank of England ha agito sulle proprie modalità operative introducendo dapprima la *forward guidance* e, successivamente, decidendo di realizzare forme più mirate di finanziamento all'economia incentrate sul cosiddetto *Funding for Lending Scheme* mentre contemporaneamente conduceva ingenti operazioni di mercato aperto sui titoli governativi attraverso il programma definito *Asset Purchase Facility*.

La necessità di adottare tecniche di finanziamento capaci di raggiungere più velocemente e direttamente settori cruciali per la crescita economica in un contesto di crisi particolarmente grave (soprattutto per le famiglie e, più ancora, per le imprese di piccole e medie dimensioni) ha convinto la Bank of England e il Governo britannico ad annunciare, il 13 luglio 2012, un programma di finanziamenti all'economia denominato *Funding for Lending Scheme* (FLS)⁸. Nonostante all'epoca la Bank of England avesse ripetutamente ridotto il *Bank Rate* e stesse realizzando ingenti operazioni di mercato aperto sui titoli governativi (riconguibili alla già richiamata *Asset Purchase Facility*) dirette a fornire stimoli alla domanda aggregata, quando fu introdotto il FLS il sistema bancario britannico aveva un costo del *funding* ritenuto eccessivo e che rappresentava un freno all'espansione dei finanziamenti all'economia reale.

Il programma FLS è nato con l'obiettivo di incentivare le banche e le *building societies* ammesse alla *Bank's Discount Window Facility* (BDWF) ad accrescere i loro prestiti alle famiglie

⁸ Per la sua descrizione completa si veda Churm R, Radia A, *The Funding for Lending Scheme*, in *Bank of England, Quarterly Bulletin, Q4 Research and analysis*, 2012.



inglesi e alle imprese non finanziarie (in particolare a quelle di piccole e medie dimensioni⁹) fornendo fondi a medio e lungo termine a tassi più bassi di quelli correnti sul mercato. La quantità di credito che ogni partecipante al FLS può erogare nell'ambito dello schema e il costo della provvista sono legati alla sua *performance* nel concedere credito all'economia reale. L'avvio delle operazioni è avvenuto il 1° agosto 2012 con una conclusione inizialmente prevista per il 1° gennaio 2013, successivamente prorogata prima al gennaio 2014 e quindi al 30 gennaio 2015¹⁰.

Il FLS si struttura come un'operazione di prestito titoli (*stock lending*), di durata quadriennale ma rimborsabile anticipatamente, garantita da Buoni del Tesoro britannico (*Treasury Bills*). Più in dettaglio, la banca partecipante al FLS consegna alla Bank of England collaterale idoneo che può essere rappresentato da *covered bond*, *asset backed securities*, titoli di enti sovranazionali oppure dal proprio portafoglio crediti (anche da quelli originati da una precedente richiesta al FLS) a fronte del pagamento di una *fee* (ossia di una maggiorazione del tasso di finanziamento) e riceve dalla Bank of England *Treasury Bills* a nove mesi appositamente emessi dall'Agenzia del debito britannica (*Debt Management Office, DMO*). I *Treasury Bills* possono essere trasformati dalla banca in liquidità da utilizzare per erogare nuovi finanziamenti all'economia ponendo in essere un'operazione di pronti contro termine sui titoli ricevuti oppure cedendoli come collaterale in un'operazione di mercato aperto con la Bank of England. Nel dettaglio il *Funding for Lending Scheme* prevede che ogni banca e ogni *building*

society ammesse possano ottenere prestiti per un ammontare iniziale pari fino al 5% del rispettivo stock di prestiti in essere verso l'economia reale ad una certa data (la data di riferimento). L'assenza di limiti al "tiraggio" fa sì che le banche possano ottenere ulteriore *funding* qualora si verifichi un incremento netto dei loro prestiti (nuovi prestiti al netto delle restituzioni da parte della clientela affidata) a condizione che la banca partecipante al FLS disponga di collaterale adeguato. Per esempio, una banca con stock di prestiti all'economia reale di 100 mld. £ a fine di giugno 2012 poteva disporre di *funding* secondo il FLS per un importo iniziale di 5 mld. £. Se successivamente questa banca avesse prestato 7 mld. £ e durante l'iniziale periodo di durata del FLS non avevano luogo rimborsi da parte della clientela, la banca avrebbe potuto prendere a prestito ulteriori 7 mld. £ da erogare a famiglie e imprese, corrispondenti all'incremento netto dei prestiti. In tal modo, attraverso il FLS la banca avrebbe ottenuto dalla Bank of England *funding* per 12 mld. £ in totale: 5 mld. £ corrispondenti al 5% dello stock iniziale di prestiti e 7 mld. £ pari all'incremento netto dei prestiti.

Per parte sua, la Bank of England si è impegnata a pubblicare trimestralmente l'ammontare di prestiti ottenuti da ciascuna banca aderente al FLS nonché i flussi trimestrali netti di prestiti erogati alle famiglie e alle imprese.

Il FLS prevede che le banche che mantengono o accrescono l'ammontare dei finanziamenti ottenuti dal programma paghino una *fee* dello 0,25% annuo (inferiore rispetto al costo della raccolta all'ingrosso e al dettaglio corrente all'epoca in cui il programma fu avviato). Ovviamente la *fee* richiamata rappresenta solo una componente del costo finale della raccolta. Per incentivare il perseguimento dell'obiettivo di incrementare il credito all'economia, la Bank of England ha introdotto un deterrente a carico delle banche che riducano lo stock di finanziamenti rispetto agli importi in essere alla data di riferimento. Per esse, la maggiorazione del tasso

⁹ "Lending to smaller businesses is encouraged by allowing participants to draw £5 in the Scheme for every £1 of net lending to SMEs. Overall, that has generated additional borrowing allowances of £2.0bn, spread across 12 participants. Cfr. News Release - Bank of England and HM Treasury Funding for Lending Scheme – 2014 Q1 Usage and Lending data.

¹⁰ Cfr. *Extension to the Funding for Lending Scheme* in Bank of England, Market Notice, 24 April 2013.



applicato sull'intero ammontare di FLS ottenuto può variare con l'ammontare del credito in essere, fino a raggiungere un massimo di 150 punti base nel caso in cui una banca abbia aderito al FLS ed abbia ridotto del 5% l'ammontare dello stock di credito erogato rispetto al periodo di riferimento. Banche che riducono il loro stock di prestiti di meno del 5% pagano 25 punti base addizionali per ogni singolo punto percentuale di riduzione netta dei prestiti. Queste *fee* crescono linearmente fino a 150 bp. Per esempio, una banca che ha uno stock iniziale di 100 mld. £ che riduce il suo stock di finanziamenti di 3mld. £ sul periodo di riferimento si troverà a pagare una *fee* di 100 punti base; nel caso la riduzione arrivi a 5 mld. £, la *fee* sarà di 150 punti base.

Ad aprile 2013 la Bank of England ha ampliato la gamma delle controparti non bancarie potenziali beneficiarie dei prestiti ed ha introdotto ulteriori meccanismi per incentivare i finanziamenti alle piccole e medie imprese¹¹.

Dai dati pubblicati dalla Bank of England risultava che a fine marzo 2014 le banche (o gruppi di banche) e le *building societies* partecipanti al programma erano 36 e che, alla stessa data, l'ammontare netto di nuovi prestiti erogati a famiglie e ad imprese era pari a 43,3 mld. £¹². Nel timore che potesse manifestarsi una bolla speculativa nel settore immobiliare (nel quale si è osservata una significativa crescita dell'indice dei prezzi, pari a circa il 10% nel corso del 2013), la Bank of England ha introdotto una limitazione alla concessione di mutui immobiliari imponendo che le banche e le *building societies* non possano concedere più del 15% dei nuovi mutui alla clientela che presenti un rapporto tra credito concesso e reddito del richiedente superiore a 4,5 volte.

¹¹ Cfr. Banca d'Italia, *Relazione annuale per il 2012*, pag. 11.

¹² Per il dettaglio degli importi netti erogati da ciascun partecipante al FLS alla data del 31 marzo 2014, cfr. *Funding for Lending Scheme – Usage and lending data for the first part of the Scheme* in www.bankofengland.co.uk.

Riassumendo, attraverso l'operare dell'*Asset Purchase Facility* è stata favorita la creazione di liquidità abbondante che ha sostenuto la raccolta di capitali a tassi inferiori da parte delle imprese di più grandi dimensioni, in grado di accedere direttamente ai mercati finanziari offrendo propri titoli di debito e /o titoli azionari; attraverso il *Funding for Lending Scheme* la Bank of England ha offerto un concreto sostegno all'economia reale britannica perseguendo l'obiettivo di ridurre il costo della raccolta bancaria destinata a finanziare in via del tutto prioritaria le famiglie e le piccole e medie imprese.

4. Le novità nell'azione della Banca Centrale Europea

La crisi finanziaria e reale in corso dal 2007 si è manifestata con effetti ben più significativi nell'Eurozona ed ha costretto anche la Banca Centrale Europea ad introdurre rilevanti varianti al suo ordinario modo di operare, nell'insieme denominate *misure non convenzionali a carattere temporaneo*, culminate nei provvedimenti del dicembre 2011 e del luglio 2012¹³. Tali misure, tuttavia, sono risultate alla prova dei fatti scarsamente efficaci, sia per il progressivo accentuarsi dei fattori di crisi, specie sul versante reale dell'economia, e sia per i comportamenti inaspettati e non coerenti con le attese della Banca Centrale Europea di alcuni sistemi bancari dell'area dell'euro, non ultimo di quello italiano. Ne sono derivate conseguenze significative sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria con impatto sul finanziamento dell'economia, manifestatesi in particolare in una importante riduzione del credito concesso dal sistema bancario alle famiglie e soprattutto alle piccole e medie imprese. La Banca Centrale Europea è stata così costretta a cercare alternative alle proprie modalità operative introducendo nuovi strumenti di gestione della crisi. Anch'essa

¹³ Cfr. BCE, *Bollettino mensile*, n. 1, 2012 e Banfi A., Di Pasquali F., *Le Banche Centrali...*, cit., in particolare i capitoli 1 e 2.



ha fatto ricorso a nuove modalità di comunicazione con il pubblico (*forward guidance*) e, a partire da metà 2014, ha annunciato l'intenzione di rendere "mirata" la destinazione della liquidità fornita al sistema bancario dell'area dell'euro (e quindi al settore reale della sua economia) attraverso l'adozione delle cosiddette "Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine" (*Targeted longer term refinancing operations, TLTRO*).

L'adozione delle numerose "misure non convenzionali a carattere temporaneo" introdotte a partire dal 2010 ha prodotto alcuni miglioramenti nella gestione monetaria della crisi, tuttavia non ha ridotto la necessità di compiere passi ulteriori sulla via del risanamento, che esulano dalle competenze della Banca Centrale Europea. Nel suo *Rapporto Annuale sul 2013*, infatti, la Banca Centrale Europea, da un lato, ha sottolineato come le misure non convenzionali abbiano agevolato una più efficace trasmissione della politica monetaria¹⁴ sebbene la frammentazione dei mercati finanziari nazionali (specie dei mercati del credito) abbia ostacolato una omogenea diffusione dell'orientamento accomodante da essa assunto in tema di tassi e liquidità¹⁵; da un altro lato, tuttavia,

¹⁴ "Le misure non convenzionali di politica monetaria adottate nel 2011 e nel 2012 hanno continuato a concorrere nel 2013 a una trasmissione più efficace delle misure riguardanti i tassi di interesse della BCE" Cfr. Banca Centrale Europea, *Rapporto annuale 2013*, pag. 18

¹⁵ "Sebbene i tassi sui prestiti bancari alle famiglie e alle società non finanziarie siano in genere diminuiti a livello dell'area dell'euro nel 2013, in seguito alla trasmissione delle riduzioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE nonché al miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari, l'eterogeneità tra paesi è rimasta elevata. Il protrarsi della frammentazione dei mercati finanziari lungo i confini nazionali, specie nei mercati del credito, ha continuato a ostacolare una trasmissione omogenea della politica monetaria nell'area dell'euro. Di conseguenza, le riduzioni dei tassi di politica monetaria sono state trasmesse in ampia misura in alcuni paesi, mentre in altri i tassi di interesse sui prestiti bancari erogati all'economia reale sono diminuiti solo lievemente. Per

ha chiamato in causa le responsabilità delle Istituzioni dell'Unione europea e dei governi che la compongono, riconducendo ad essi le cause di fondo della crisi – che poco hanno a che fare con la politica monetaria - in ciò individuando chiaramente i limiti al suo raggio d'azione e quindi alle sue possibilità di successo nel favorire l'uscita dalla crisi¹⁶.

La Banca Centrale Europea, sempre nel suo *Rapporto Annuale*, commentando l'evoluzione del credito concesso alle banche dell'area nel corso del 2013 ha inoltre sostenuto che "*La situazione delle banche dal lato della provvista ha beneficiato di continui afflussi di depositi nella maggior parte dei paesi, registrando altresì una certa inversione di tendenza rispetto alla frammentazione che in precedenza aveva esercitato un effetto negativo sui depositi in alcuni paesi soggetti a tensioni. Inoltre, nella maggior parte dei paesi sottoposti a tensioni le banche hanno continuato a ridurre la propria dipendenza dal finanziamento della banca centrale.*"¹⁷.

Quest'ultima affermazione, che trova conferma nei dati più aggiornati (si veda il Riquadro 1), suscita sorpresa se si pensa che una delle maggiori istanze rivolte alla Banca Centrale Europea dalle Istituzioni comunitarie e nazionali nonché dall'economia reale dell'Eurozona si possa compendiare nella richiesta di una maggiore disponibilità di credito. D'altra parte, si constata che, pur in presenza di liquidità abbondante erogata a tassi storicamente bassi attraverso le due Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) triennali (aggiudicate il 21 dicembre

assicurare un'appropriata trasmissione delle decisioni di politica monetaria alle condizioni di finanziamento nei paesi dell'area dell'euro è essenziale ridurre ulteriormente la frammentazione dei mercati creditizi dell'area e consolidare la capacità di tenuta delle banche ove necessario". Cfr. Banca Centrale Europea, *Rapporto annuale 2013*, pag. 18

¹⁶ Cfr. Banca Centrale Europea, *Rapporto annuale 2013*, pag. 18.

¹⁷ Cfr. Banca Centrale Europea, *Rapporto annuale 2013*, pag. 9.



2011 e il 29 febbraio 2012 a tassi *ex post* mediamente inferiori all'1%), il credito erogato a società non finanziarie e a famiglie nell'area dell'euro tra dicembre 2011 e luglio 2014 ha manifestato una flessione di 470 mld. € corrispondente al 4,7%¹⁸ (nel frattempo, tra il 2011 e il 2013 il PIL è cresciuto dell'1,7%). Contemporaneamente si sono manifestati utilizzi "impropri" della liquidità (nel caso italiano si è riscontrato un raddoppio delle consistenze di titoli di Stato nel portafoglio del sistema bancario in coincidenza della fase di utilizzo dei finanziamenti erogati attraverso le ORLT triennali¹⁹), e nel complesso è emerso il "rifiuto" della liquidità medesima, resosi evidente attraverso il rimborso anticipato di tutti i 523 mld. € di liquidità netta immessi attraverso le richiamate operazioni sin dalla data del 7 maggio 2014²⁰.

Nel contempo sono emerse indicazioni sulla flessione dell'inflazione nell'area dell'euro – valutata molto prossima allo zero o quanto meno "eccessivamente bassa" – che è difficile pensare non abbia colto di sorpresa anche la Banca Centrale Europea per la sua intensità e rapidità nel manifestarsi²¹. Ciò traspare dal diverso

apprezzamento espresso nelle "indicazioni prospettiche": in quelle diffuse sino a marzo le prospettive di inflazione venivano giudicate nel complesso moderate nel medio termine; da aprile la preoccupazione si è accresciuta e si è manifestato il rischio di una fase prolungata di inflazione particolarmente bassa.

¹⁸ Cfr. Banca Centrale Europea, *Bollettino mensile, Statistiche dell'area dell'euro*, marzo 2012 e settembre 2014, Tavola 2.4, "Scomposizione dei prestiti delle IFM".

¹⁹ Il portafoglio di titoli pubblici del sistema bancario italiano, che ammontava a 224,1 mld. € al 31 dicembre 2011, è cresciuto a 330,4 mld. € a fine agosto 2012, a 410,1 mld. € a fine agosto 2013, per raggiungere i 413 mld. € a fine maggio 2014. Incidentalmente si osserva che, alle medesime epoche, i prestiti a residenti che inizialmente ammontavano a 1.948,8 mld. € sono scesi a dapprima a 1.932,9 mld. € quindi a 1.860,4 mld. € per giungere infine a 1.834 mld. €; ovviamente su tali ultimi dati pesano anche la debolezza dell'attività economica, l'elevato rischio di credito nonché la rilevanza dei crediti deteriorati. Cfr. Banca d'Italia, *Bollettino economico* numeri vari, Tavola 6.

²⁰ Cfr. Banca Centrale Europea, *Bollettino mensile*, maggio 2014, pag. 29.

²¹ Per avere un'idea basti pensare che a marzo 2012 le previsioni formulate dalla Banca Centrale Europea

sull'inflazione tendenziale per il 2012 misurata sull'IAPC erano comprese tra 2,1 e 2,7% (cfr. *Bollettino mensile*, marzo 2012) tradottesi *ex post* nel 2,5%; quelle sul 2013 erano comprese tra lo 0,9 e il 2,3%; a marzo 2013 le previsioni per il 2013 erano comprese tra l'1,2 e il 2% (Cfr. *Bollettino mensile*, marzo 2013) con un esito *ex post* dell'1,4% rispetto al quale la Banca Centrale Europea ha riconosciuto che "Il marcato calo rispetto al 2012 è stato più rapido rispetto alle attese" (Cfr. *Rapporto annuale per il 2013*, pag. 53). Sempre a marzo 2013 le previsioni per il 2014 erano comprese tra lo 0,6 e il 2%. Infine, contro stime preliminari formulate a marzo 2014 dell'1% per il 2014, secondo la stima rapida dell'Eurostat, in agosto l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è collocata allo 0,3% nell'area dell'euro, rispetto allo 0,4% di luglio", cfr. *Bollettino mensile, Editoriale*, settembre 2014, pag. 6.



Evoluzione di alcune tra le principali voci di bilancio della Banca Centrale Europea tra dicembre 2011 e settembre 2014

I dati riportati nella Tabella sottostante evidenziano l'andamento del totale di bilancio della Banca Centrale Europea e di alcune tra le sue principali voci relative alla sua operatività con riferimento ad epoche significative nella conduzione della politica monetaria.

Dopo esser cresciuto dai 2.436 mld. € ad inizio dicembre 2011 (vigilia dell'avvio delle Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre anni, ORLT triennali) ai 3.099 mld. € di metà luglio 2012 (in coincidenza con l'annuncio nuovi importanti provvedimenti), il totale di bilancio della Banca Centrale Europea ha evidenziato una progressiva riduzione del suo ammontare: 2.350 mld. € di metà settembre 2013, in occasione dell'annuncio della possibile attivazione delle Operazioni monetarie definitive (OMD); 2.169 mld. € di fine aprile 2014, alla vigilia dell'annuncio delle Operazioni di rifinanziamento "mirate"; 1.988 mld. € il 19 settembre 2014 (il livello più basso dal 15 luglio 2011).

In un confronto tra banche centrali, si osserva che tra metà 2012 e aprile 2014 il totale di bilancio della Banca Centrale Europea è passato da poco meno del 32% a circa il 23% del PIL dell'area, mentre nel medesimo periodo nel confronto con i rispettivi PIL il rapporto è cresciuto dal 18% al 25% per la Federal Reserve e dal 21% al 25% per la Bank of England (1).

Sempre con riferimento alla Banca Centrale Europea, la Tabella mostra come anche le principali voci relative alla conduzione della politica monetaria abbiano avuto andamento analogo. Il controvalore totale delle Operazioni di mercato aperto (temporanee e definitive, con queste ultime alimentate prevalentemente dagli acquisti dei titoli di Stato di alcuni paesi dell'area in difficoltà), dopo aver raggiunto un massimo di 1.530 mld. € nel luglio 2012 si è attestato a 667 mld. € di metà settembre 2014. Su tale riduzione ha indubbiamente gravato il "rifiuto" delle Operazioni a più lungo termine che, dopo essere quasi triplicate tra dicembre 2011 e luglio 2012, sono tornate ai valori di 3 anni prima. Sul versante opposto, quello dell'assorbimento di liquidità (corrispondente ai valori delle Operazioni di deposito *overnight* e delle Operazioni di deposito a tempo determinato, entrambi presso la Banca Centrale Europea) si osserva una nettissima flessione dai valori del dicembre 2011 e del luglio 2012 (rispettivamente pari a 527 e 602 mld. €): infatti, a settembre 2014 il loro ammontare è pari a 23 mld. € a motivo dell'azzeramento prima del tasso sui depositi presso la Banca Centrale Europea (a luglio 2012) e dell'introduzione poi della remunerazione negativa degli stessi depositi (dal giugno 2014).

Che anche per la Banca Centrale Europea il livello del totale di bilancio corrente sia riconosciuto significativamente basso traspare da quanto riportato nell'Editoriale di settembre 2014, dove, dopo aver presentato le misure operative si conclude affermando che: *"Le misure appena decise, unitamente alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine previste a breve, avranno un impatto notevole sul bilancio dell'Eurosistema."* Nella conferenza stampa di presentazione dell'Editoriale, che ne è seguita, il Presidente, richiesto di commentare l'impatto delle Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO) ha affermato che: *"The ...aim is to steer, significantly steer, the size of our balance sheet towards the dimensions it used to have at the beginning of 2012"*.(2)

Nota (1) Cfr. Banca d'Italia, *Relazione annuale per il 2013*, pag. 7

Nota (2) Cfr. Banca Centrale Europea, *Introductory statement to the Press conference (Q&A)*, 4 settembre 2014, in www.ecb.europa.eu.


TAB. 1 - Alcune voci del bilancio della BCE tra dicembre 2011 e settembre 2014 (milioni di €)

Dati al	Totale di bilancio	Operazioni di Mercato Aperto di finanziamento (1)	di cui ORLT	Operazioni di Politica Monetaria di assorbimento (2)
02/12/2011	2.435.688	923.646	383.053	527.253
13/07/2012	3.099.646	1.530.028	1.083.736	602.248
13/09/2013	2.350.127	1.029.581	682.257	261.978
25/04/2014	2.169.061	862.809	516.306	190.755
22/08/2014	2.013.019	693.081	389.963	25.659
19/09/2014	1.988.153	666.800	366.304	23.094

(1) Sommatoria di Operazioni di rifinanziamento principali, di rifinanziamento a più lungo termine, definitive in titoli, di fine tuning di finanziamento, di rifinanziamento marginale e di altre operazioni minori.

(2) Sommatoria di Operazioni di Deposito a tempo determinato, Depositi overnight presso la BCE e altre operazioni minori.

Fonte: rielaborazioni da Banca Centrale Europea, Weekly Financial Statement.

Lo scenario descritto fa emergere il prezzo rilevante, soprattutto in termini di razionamento del credito, pagato dalle imprese, specie da quelle piccole e medie, a causa della struttura finanziaria dell'area notoriamente incentrata in via prevalente sul finanziamento bancario. In particolare lo stock di prestiti alle società non finanziarie è infatti diminuito, tra fine 2011 e luglio 2014, da 4.721 mld. € a 4.294 mld. € con una flessione del 9%. Il fenomeno assume dimensioni particolarmente rilevanti tenuto conto che le "... PMI rappresentano il 99 per cento circa di tutte le imprese dell'area dell'euro, impiegano circa i due terzi della forza lavoro e generano approssimativamente il 60 per cento del valore aggiunto dell'area, svolgendo pertanto un ruolo determinante nell'economia europea."²².

²² Cfr. Banca Centrale Europea, *Accesso delle PMI ai finanziamenti nell'area dell'euro: ostacoli e possibili*

Per contrastare il razionamento del credito la Banca Centrale Europea, fissando tassi di *policy* a breve termine particolarmente bassi e offrendo liquidità, attraverso i meccanismi di trasmissione della politica monetaria, influenza i tassi sulla raccolta bancaria (rendendoli molto contenuti) così concorrendo a determinare tassi attivi a loro volta favorevoli ai fini dell'abbassamento del costo del credito. Le carenze di funzionamento della politica monetaria hanno indotto la Banca Centrale Europea ad allungare la durata dei propri finanziamenti, prima ad un anno, quindi a tre anni; anche gli effetti delle nuove operazioni tuttavia sono stati limitati. E' in questo quadro che la Banca Centrale Europea ha deciso di intervenire con maggiore incisività per far tornare agibili i canali ostruiti del credito per le piccole e medie

azioni correttive, in Bolletino mensile, luglio 2014, pag. 85.



imprese che dalla crisi hanno subito conseguenze più gravi di quelle subite dalle imprese maggiori, in grado comunque di raccogliere capitali anche sui mercati degli strumenti di debito e azionari²³.

Infatti, con i provvedimenti adottati a giugno e a settembre 2014, la Banca Centrale Europea ha definito un quadro operativo che si è incentrato sulla riduzione dei tassi di *policy* su valori mai prima sperimentati (fino a divenire negativi) e sull'annuncio del ricorso ad un complesso pacchetto di “nuovi” interventi nell'ambito delle Operazioni di mercato aperto. Tale quadro operativo muta sostanzialmente l'approccio alla conduzione della politica monetaria seguito fin dalla sua nascita dalla Banca Centrale Europea. Così facendo essa si è allineata, seppur con le differenze dovute ai diversi contesti temporali, istituzionali ed operativi, a quanto già osservato con riguardo alla Federal Reserve, a seguito dell'introduzione delle operazioni definite *Liquidity Facilities* e soprattutto alla Bank of England, a seguito del ricorso al *Funding for Lending Scheme*.

Ad inizio giugno 2014, la Banca Centrale Europea, ribadito che i tassi di *policy* “...si attesteranno sui livelli correnti per un prolungato periodo di tempo, in considerazione delle attuali prospettive di inflazione”, ha affermato che “il Consiglio direttivo segue con attenzione gli andamenti nei mercati monetari. Esso è unanime nel suo impegno a ricorrere anche a strumenti

non convenzionali nell'ambito del suo mandato...”. Ne è seguito l'annuncio della riduzione dei tassi: allo 0,15% sulle Operazioni di rifinanziamento principali (ORP) e allo 0,40% sulle Operazioni di rifinanziamento marginale (ORM) e la sospensione delle operazioni settimanali di *fine tuning* dirette a sterilizzare la liquidità immessa attraverso il programma per il mercato dei titoli finanziari (*Securities Market Programme*). La Banca Centrale Europea inoltre:

- a) ha deciso di portare a valori negativi (-0,10%) il tasso su tutti i depositi accesi presso di essa diversi da quelli destinati all'assolvimento dell'obbligo di riserva;
- b) ha affermato l'intenzione di condurre per un periodo di due anni una serie di “operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine” quadriennali (*Targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO) finalizzate a promuovere l'erogazione di prestiti bancari al settore privato non finanziario dell'area dell'euro, con esclusione dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni;
- c) ha annunciato di voler intensificare i lavori preparatori per l'acquisto definitivo di attività cartolarizzate (*asset backed securities*).

Ad inizio settembre 2014, dopo aver deciso di ridurre di ulteriori 10 centesimi i tre tassi di *policy*, il Consiglio direttivo ha confermato e al tempo stesso “arricchito” con una nuova proposta quanto precedentemente deciso in ordine al punto c) annunciando l'avvio, secondo regole e modalità operative comunicate ad inizio ottobre 2014, di acquisti diretti alla costituzione di “... un ampio portafoglio di titoli, semplici e trasparenti, emessi a seguito della cartolarizzazione di crediti verso il settore privato non finanziario dell'area dell'euro, nell'ambito di un programma di acquisto di attività cartolarizzate ossia ABS

²³ “Benché in diminuzione, le conseguenze delle recenti tensioni finanziarie e della crisi del debito sovrano, unite alla recessione, hanno comportato un forte aumento del rischio di credito, che costituisce un rilevante ostacolo all'offerta di credito. Ciò è particolarmente vero nel caso delle PMI, il cui merito di credito e la cui solidità finanziaria ha subito un peggioramento più marcato rispetto a quello delle aziende di grandi dimensioni.” Cfr. BCE, *Accesso delle PMI.....*, in Bollettino mensile, luglio 2014, cit., pagg. 95-97.



(*asset-backed securities*).”²⁴, così riaffermando la rilevanza del mercato delle *asset backed securities* nel favorire nuovi flussi creditizi verso l’economia. Contestualmente - e in ciò sta la novità rispetto al comunicato di giugno - è stata annunciata l’intenzione dell’Eurosistema di procedere, con la medesima tempistica, ad acquistare “*anche un vasto portafoglio di titoli garantiti, denominati in euro ed emessi da IFM domiciliate nell’area dell’euro nel quadro di un nuovo Programma per l’acquisto di obbligazioni garantite (Covered Bond Purchase Programme, CBPP3)*”.

Le misure citate rappresentano la nuova impostazione degli interventi della Banca Centrale Europea che con esse ha confermato il proprio sostegno alla ripresa economica, e in tale ambito ha mostrato di voler prestare attenzione particolare alle imprese piccole e medie, maggiormente colpite dalla crisi²⁵.

4.1 Le “operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine”

Le “operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine” (TLTRO) rappresentano una indubbia rottura con il recente passato caratterizzato dalla non del tutto positiva esperienza delle ORLT triennali che, come già anticipato, non solo non hanno permesso (se non

solo parzialmente) di far pervenire all’economia reale (nel 2012 e nel 2013) le risorse monetarie messe in campo dalla Banca Centrale Europea ma, paradossalmente, o sono in parte state utilizzate per finalità “improprie” o, addirittura, sono state “rifiutate”, anche con largo anticipo rispetto alla loro naturale scadenza, come testimoniato dalla Banca Centrale Europea medesima e richiamato sopra (si osservi in proposito che già all’8 gennaio 2014, quindi ben prima dei provvedimenti in commento, era stato rimborsato l’85% del loro importo netto²⁶).

Indubbiamente, ciò chiama in causa il ruolo svolto dalle banche dell’Eurozona nella distribuzione del credito, in particolar modo per l’impatto sulle piccole e medie imprese che –come già osservato– “*dipendono maggiormente dai finanziamenti bancari rispetto alle aziende maggiori e sono più esposte ad aumenti dell’avversione al rischio delle banche*”²⁷. Se si considera, come è emerso dal già più volte citato lavoro della Banca Centrale Europea sulle piccole e medie imprese secondo cui “... *durante la crisi l’andamento degli utili delle PMI, delle riserve di liquidità e*

²⁴ Cfr. Banca Centrale Europea, *Bollettino mensile*, settembre 2014, pag. 5.

²⁵ Ciò nonostante non si ritiene irrilevante osservare come a settembre 2014, nel corso della consueta presentazione alla stampa dei provvedimenti, il Presidente della Banca Centrale Europea abbia riconosciuto come le decisioni in materia di tassi e gli interventi sul mercato dei titoli (*asset backed securities* e *covered bond*) siano state assunte dal Consiglio direttivo a maggioranza e non all’unanimità (presumibilmente con voto contrario dei rappresentanti delle Banche Centrali Nazionali di Germania, Olanda e Austria). Cfr. Banca Centrale Europea, *Introductory statement to the Press conference (Q&A)*, 4 settembre 2014 in www.ecb.europa.eu.

²⁶ Cfr. Banca Centrale Europea, *Bollettino mensile* gennaio 2014, pag. 33; tale percentuale era del 59% a fine giugno 2013 e del 38% già a fine febbraio 2013, a un solo anno dall’apertura della *facility*. Per maggiori dettagli sulle ragioni dell’anticipato rimborso cfr. Banca Centrale Europea, *Rimborso Anticipato dei fondi raccolti mediante le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a 3 anni: evoluzione dal febbraio 2013*, in *Bollettino mensile*, luglio 2013. Tra le molte cause che possono aver determinato l’evoluzione esposta, un ruolo significativo può aver avuto anche l’attività di verifica dei bilanci delle banche dell’area (non solo delle maggiori) realizzata dalla Banca Centrale Europea e dalle Banche Centrali Nazionali denominata *Asset Quality Review*, attivata nel corso del 2014 in vista dell’avvio, a partire dal mese di novembre, del cosiddetto “Meccanismo unico di vigilanza”.

²⁷ Cfr. Banca Centrale Europea, *Accesso delle PMI ai finanziamenti...*, in *Bollettino mensile*, luglio 2014. cit., Riquadro I.



del capitale proprio è stato meno positivo rispetto a quello delle grandi imprese, con un conseguente peggioramento della loro fragilità finanziaria” e se si riconosce che “le aziende con un maggior livello di indebitamento e bassi profitti, come pure quelle che dispongono di meno liquidità e meno attività da stanziare a garanzia, hanno maggiori probabilità di incontrare ostacoli nell’accesso ai finanziamenti”²⁸, si comprende come proprio tra le imprese di medio piccole dimensioni la crisi abbia inciso più pesantemente.

Per questi motivi, oltre che per l’esperienza maturata, e come anche già osservato nel caso della Bank of England, la Banca Centrale Europea, attraverso le TLTRO, ha inteso “disciplinare” le modalità di erogazione della liquidità rendendole più stringenti rispetto alla destinazione finale, accompagnandole a uno stretto monitoraggio della loro evoluzione sino a sostenerla anche con elementi di penalizzazione. A tal proposito non va sottovalutato il rilievo della decisione di prevedere una remunerazione negativa ai depositi presso la banca centrale, che può essere vista come complementare a quella qui in discorso. Infatti, l’applicazione di tassi negativi può essere considerata funzionale anche ad evitare il ripetersi di quanto accaduto in passato – in particolare nel corso del 2012 - allorquando parte della liquidità “triennale” venne “parcheggiata a scopo precauzionale” sui depositi *overnight* presso la stessa Banca Centrale Europea²⁹.

Le TLTRO si strutturano come operazioni dirette a consentire nuovo *funding* alle banche a

condizioni vantaggiose; *funding* che dovrà essere messo a disposizione del settore privato non finanziario dell’area dell’euro, con esclusione dei crediti concessi alle famiglie per l’acquisto di abitazioni (per prevenire il rischio di bolle speculative nel comparto immobiliare)³⁰.

Più in dettaglio, le controparti cui è consentito partecipare individualmente o nell’ambito di un “gruppo” per il tramite di un “ente capofila”³¹, potranno accedere ad 8 operazioni di finanziamento condotte dalla Banca Centrale Europea ad un tasso di interesse fisso pari, per l’intera durata del finanziamento, al tasso corrente delle ORP al momento dell’erogazione maggiorato di 10 punti base. Tutte le TLTRO avranno scadenza il 26 settembre 2018, con le prime che quindi avranno durata quadriennale.

Le operazioni prevedono il rimborso anticipato a partire dal 24° mese con facoltà per la controparte di rimborsare con frequenza semestrale qualsiasi importo attivato inizialmente.

Le banche che avranno attivato finanziamenti a fronte delle TLTRO e i cui prestiti netti al settore privato non finanziario dell’area dell’euro si collocheranno al di sotto del valore di riferimento osservato nel periodo compreso fra il 1° maggio 2014 e il 30 aprile 2016 dovranno rimborsare i finanziamenti il 26 settembre 2016.

L’entità del credito messo a disposizione di ciascuna controparte attraverso le prime due operazioni (del settembre e del dicembre 2014) è

²⁸ Cfr. Banca Centrale Europea, *Accesso delle PMI ai finanziamenti...*, in Bollettino mensile, luglio 2014, cit., Riquadro I.

²⁹ Cfr. A. Banfi, F. Di Pasquali, *Il contributo italiano all’operatività della Banca Centrale Europea negli anni 2003-2012*, in Osservatorio Monetario, Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa – Università Cattolica del Sacro Cuore, n. 1, 2013 e A. Banfi, F. Di Pasquali, *Le Banche Centrali...*, cit., pagg. 51-56

³⁰ Per le motivazioni e il quadro generale di riferimento cfr. Banca Centrale Europea, *Decision of the European Central Bank on measures relating to targeted longer-term refinancing operation*, in www.Bancaditalia.it/banca_centrale

³¹ Allo scopo di permettere alle banche di sfruttare il bilancio dell’intero gruppo per prendere a prestito in maniera centralizzata e poi ridistribuire la liquidità attraverso i mercati dei capitali interni. Cfr. Banca Centrale Europea, *L’operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine condotta nel settembre 2014*, in Bollettino mensile, ottobre 2014, Riquadro I.



stata fissata inizialmente nella misura del 7% delle consistenze dei prestiti erogati al settore privato non finanziario in essere al 30 aprile 2014. In altri termini, a ciascuna controparte o “gruppo” è stato consentito di scegliere l’ammontare di finanziamenti da richiedere all’una o all’altra epoca citata con il vincolo che la loro sommatoria non sia superiore al 7%.

Successivamente, tra marzo 2015 e settembre 2016, verranno realizzate altre sei operazioni a fronte delle quali a tutte le controparti sarà consentito di ottenere ulteriore liquidità in misura pari al massimo a tre volte il totale dei prestiti netti concessi da ciascuna controparte al settore privato non finanziario tra il 30 aprile 2014 e la rispettiva data di aggiudicazione di riferimento³².

Con riguardo all’area dell’euro, l’ammontare di liquidità erogabile tra settembre e dicembre 2014 potrebbe raggiungere un importo complessivo di poco meno di 400 mld. €³³, di cui 75 mld. € per le sole banche italiane³⁴. Il dato relativo all’area euro scaturisce dall’applicazione della percentuale del 7% ai valori di riferimento al 30 aprile 2014 dei crediti erogati dalle banche al settore privato rappresentato da società non finanziarie e famiglie, con esclusione dei mutui per l’acquisto di abitazioni residenziali: crediti che sono ammontati a complessivi 5.695 mld.€ di cui 4.331 mld. € di crediti erogati alle società non finanziarie e 1.364 mld. € alle famiglie (571 mld. € di credito al consumo e 793 mld. € di altri

crediti)³⁵. Relativamente all’Italia, l’importo previsto scaturisce dall’applicazione del 7% ai valori di riferimento al 30 aprile 2014 dei crediti erogati a società finanziarie e famiglie che ammontavano a 1.068 mld. € così suddivisi: 829 mld € alle società non finanziarie e 239 mld € alle famiglie (57 mld € di credito al consumo e 182 mld € di altri crediti³⁶).

E’ possibile osservare che nel caso di pieno successo del primo step dell’operazione, l’ammontare di liquidità concessa dalla Banca Centrale Europea alle banche dell’area dell’euro per il tramite delle sole Operazioni di mercato aperto temporanee (OMA) crescerebbe, ma si manterrebbe comunque su valori inferiori a quelli osservati nella media del periodo che va dal momento dell’erogazione della prima ORLT triennale (fine dicembre 2011) alla vigilia del momento a partire dal quale le ORLT triennali sono divenute rimborsabili anticipatamente (inizio febbraio 2013). Infatti, posto che al 19 settembre 2014, vigilia dell’avvio delle TLTRO, le OMA temporanee erano pari a 472 mld.€ esse nella migliore delle ipotesi crescerebbero a fine 2014 a circa 870-900 mld. € importo inferiore a quello medio di 1.108 mld. € delle OMA in essere nel periodo dicembre 2011 – inizio febbraio 2013³⁷. Di conseguenza, il rifinanziamento netto dell’Eurosistema³⁸ (misurato dalla differenza tra

³² Per data di aggiudicazione di riferimento si intende il mese più recente per il quale saranno disponibili dati sui prestiti netti per ciascuna aggiudicazione a titolo di TLTRO.

³³ Cfr. Banca Centrale Europea, *Bollettino mensile*, giugno 2014, pag. 5.

³⁴ Il credito potenzialmente erogabile nell’intero arco del programma da parte delle banche italiane potrebbe superare i 200 mld. € Cfr. Banca d’Italia, *Bollettino Economico*, n. 3, 2014, pag. 13.

³⁵ Nostre rielaborazioni da Banca Centrale Europea, *Bollettino mensile, Statistiche dell’area dell’euro*, settembre 2014, Tavola 2.3.

³⁶ Nostre rielaborazioni da Banca d’Italia, *Supplemento al Bollettino Statistico, Moneta e Banche*, n. 47, settembre 2014, Tavv. 2.4 e 2.5.

³⁷ A comporre il quale hanno concorso per 99 mld. € le Operazioni di rifinanziamento principali e per 1.009 mld. € le Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. Nostre rielaborazioni dai dati tratti per il periodo citato dal sito della Banca Centrale Europea, in particolare dal *Weekly financial statement*.

³⁸ Come tale deve intendersi la differenza tra la sommatoria delle operazioni di rifinanziamento temporanee, definitive nonché del rifinanziamento



operazioni di politica monetaria di finanziamento e di assorbimento) messo a disposizione per alimentare il credito all'economia reale dovrebbe crescere significativamente rispetto ai valori passati. Essi furono alterati da “comportamenti anomali” del sistema bancario dell'area dell'euro: i fondi ricevuti dalla Banca Centrale Europea attraverso le ORLT triennali furono ridepositati presso la Banca Centrale Europea medesima quando non utilizzati per “impieghi alternativi”³⁹, venendo così a determinare le ragioni sostanziali dell'insuccesso di quell'iniziativa.

Dato che ancora al 19 settembre 2014 il rifinanziamento netto assommava a 449 mld. € (composto per 472 mld. da Operazioni temporanee di finanziamento e per “soli” 23 mld. € da operazioni di assorbimento), nell'ipotesi che i 400 mld. € previsti dalla Banca Centrale Europea vengano interamente richiesti e assegnati e in “assenza di perturbazioni”, esso dovrebbe salire a circa 850 mld. € a fine dicembre 2014, risultando così superiore di circa il doppio rispetto al valore medio di 429 mld. € osservato tra dicembre 2011 e gennaio 2013⁴⁰.

Alla prima TLTRO svoltasi il 18 settembre 2014 hanno partecipato 255 soggetti: 37 “gruppi”, in rappresentanza di 520 enti creditizi, che nell'insieme hanno richiesto finanziamenti per 41,8 mld. € e 218 controparti individuali, che hanno richiesto finanziamenti per 40,8 mld. € per un totale quindi di 82,6 mld. € il 40% dell'importo massimo richiedibile dalle 738

controparti nelle TLTRO del 2014⁴¹, e il 20,6% dell'ammontare massimo stimato dalla Banca Centrale Europea.

Relativamente all'impatto netto sulla liquidità della prima operazione, va osservato che esso è stato di 47,3 mld. € ben inferiore all'ammontare nominale di 82,6 mld. € infatti, il 24 settembre, giorno di regolamento, sono stati contestualmente rimborsati 19,9 mld. € di ORLT “triennali” e il “rinnovo” dell'ORP in scadenza ha comportato un'assorbimento di liquidità per 15,4 mld. €⁴².

I dati emersi dallo svolgimento della prima asta non sembrerebbero aver confortato le attese. Ancora una volta, tutto sembra ruotare attorno al ruolo delle banche: in presenza di liquidità abbondante erogata dalla Banca Centrale Europea, si pone la questione del suo utilizzo e, nell'ottica della gestione della politica monetaria, il successo di tali operazioni non può che dipendere anche dai soggetti destinatari finali dei prestiti delle banche.

4.2 Verso la costituzione di un mercato per i titoli cartolarizzati e gli interventi sui covered bond.

Un ulteriore, seppure indiretto, sostegno al finanziamento bancario a favore delle piccole e medie imprese è previsto dal tradursi in attività operativa dei lavori preparatori per l'acquisto di *asset backed securities* e da interventi analoghi compiuti sulle “Obbligazioni bancarie garantite” (*covered bond*), entrambi avviati tra ottobre e novembre.

In realtà, più che ad una novità si è di fronte ad una tappa di un percorso in parte già esplorato

marginale, e la sommatoria delle operazioni di assorbimento di liquidità, riconducibili ai depositi a tempo determinato e alle operazioni di deposito *overnight* presso la Banca Centrale Europea. Si osserva che la BCE esclude dal conteggio le operazioni definitive.

³⁹ Cfr. Banfi A., Di Pasquali F., *Le Banche Centrali negli anni...*, cit., Capitoli 2 e 3.

⁴⁰ Nostre rielaborazioni da Banca Centrale Europea, *Weekly financial statement*

⁴¹ Cfr. ancora Banca Centrale Europea, *L'operazione mirata di rifinanziamento...*, cit., pag. 25. Le banche italiane – hanno complessivamente richiesto fondi per 29 mld.€ (il 35% della domanda totale); cfr. Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 2, 2014, pag. 51. Nel dettaglio (secondo fonti di stampa): Unicredit 7,7 mld. € IntesaSanpaolo 4 mld. € Monte Paschi 3 mld., ICCREA 3 mld. € Credem 0,7 mld. €

⁴² Dati tratti da Banca Centrale Europea, *Weekly financial Statement*, 30 settembre 2014.



dalla Banca Centrale Europea che viene così a disporre di un nuovo strumento operativo, rappresentato dalla possibilità di intervenire sui mercati dei titoli cartolarizzati e garantiti anche per realizzare operazioni di “acquisto definitivo” (altrimenti note nell’esperienza americana come *quantitative easing*), peraltro di entità non facilmente quantificabili a priori⁴³.

Con riguardo alle *asset backed securities*, si osserva in primo luogo come sia da tempo attiva la possibilità che le controparti delle operazioni di politica monetaria possano fornire a garanzia dei finanziamenti ottenuti dalla Banca Centrale Europea i prestiti concessi alle piccole e medie imprese nelle diverse modalità possibili.

Una prima modalità prevede lo stanziamento diretto dei crediti: la Banca Centrale Europea ha comunicato che a fronte di 316 mld. € di crediti stanziati a garanzia delle operazioni di politica monetaria, a fine maggio 2014 circa 56 mld € erano costituiti da prestiti concessi dalle banche a società non finanziarie tra le quali anche piccole e medie imprese⁴⁴. Una seconda modalità prevede che, da febbraio 2012, le banche centrali nazionali possano accettare come garanzia ulteriori crediti (prestiti bancari) che non siano in sofferenza e che soddisfino precisi criteri di idoneità a condizione che l’accettazione di tali crediti sia sotto la responsabilità della banca centrale nazionale che ne autorizza l’uso: a fine maggio 2014 tali crediti assommavano a 62 mld. €⁴⁵.

⁴³ Operazioni definitive aventi ad oggetto Obbligazioni bancarie garantite (*Covered Bond Purchase Programme*) sono già state realizzate dalla Banca Centrale Europea a partire da maggio 2009 e da agosto 2010, peraltro per importi relativamente modesti.

⁴⁴ Cfr. Banca Centrale Europea, *Accesso delle PMI ai finanziamenti...*, in *Bolletino mensile*, luglio 2014, cit. pag. 99

⁴⁵ Cfr. Banca Centrale Europea, *Accesso delle PMI ai finanziamenti...*, in *Bolletino mensile*, luglio 2014, cit. pag. 99

In secondo luogo, è operativa anche la possibilità che un prestito erogato a una piccola e media impresa possa essere utilizzato nel *pool* di attività cartolarizzate (*asset backed securities*), che costituisce anch’esso una classe di attività stanziabile a garanzia⁴⁶.

L’insieme di tali provvedimenti permette alle banche di disporre attualmente di maggiori fondi ritraibili dal ricorso alle operazioni di politica monetaria utilizzando la stessa quantità di garanzie, con l’effetto di incoraggiarle ad erogare più credito alle piccole e medie imprese.

Su un altro versante, si collocano gli annunciati lavori preparatori desinati a favorire il sorgere di un mercato delle *asset backed securities* aventi come attività cartolarizzate anche i crediti delle piccole e medie imprese, sulle quali la Banca Centrale Europea intende realizzare “acquisti definitivi”, concentrati su titoli con caratteristiche semplici e trasparenti, aventi come attività sottostanti crediti verso il settore privato non

⁴⁶ Inoltre, dal dicembre 2011 e dal giugno 2012, la Banca Centrale Europea ha rivisto, riducendoli, i requisiti minimi di *rating* e gli scarti di garanzia per alcune attività cartolarizzate, tra cui quelle garantite da prestiti alle piccole e medie imprese. Da luglio 2013 sono stati rafforzati i criteri di idoneità ai fini delle operazioni di credito dell’Eurosistema dei titoli garantiti da mutui residenziali e dei titoli emessi a seguito della cartolarizzazione di prestiti a piccole e medie imprese. Essi sono ora subordinati all’assolvimento di obblighi di segnalazione dei dati sui singoli prestiti che sono stati resi consultabili anche dagli operatori di mercato e dagli investitori per consentire un’analisi del rischio di credito delle operazioni di finanza strutturata più consapevole. Tutto questo dovrebbe concorrere a ripristinare verso tali strumenti la reputazione gravemente danneggiata dall’eco di quanto accaduto al principio della crisi negli Stati Uniti proprio a causa degli abusi nel ricorso ai titoli cartolarizzati che hanno visto coinvolte molte attività cartolarizzate sane, tra cui quelle garantite da prestiti alle piccole e medie imprese. Cfr. Banca Centrale Europea, *Rapporto Annuale 2013*, cit. e *Accesso delle PMI ai finanziamenti...*, in *Bolletino mensile*, luglio 2014, cit. pag. 100.



finanziario dell'area euro. In proposito, sono stati già presentati alcuni importanti documenti predisposti dalla Banca Centrale Europea e dalla Bank of England, in collaborazione tra loro, sulle problematiche legate alla realizzazione di un efficiente mercato in ambito europeo⁴⁷.

L'innovazione rappresenta un ulteriore significativo passo nella diversificazione delle operazioni attivabili dalla Banca Centrale Europea: gli acquisti definitivi condotti sulle *asset backed securities* configurano infatti operazioni di mercato aperto non soggette ai limiti e soprattutto ai giudizi cui la Banca Centrale Europea è sottoposta ogniqualvolta intenda intervenire sui mercati dei titoli di Stato di singoli paesi dell'area dell'euro.

Peraltro, quanto all'apporto alla creazione di nuova liquidità attraverso acquisti definitivi realizzati sui mercati secondari di *asset backed securities*, l'attuale ammontare delle loro consistenze induce a ritenere plausibile una cifra non particolarmente elevata, tenuto inoltre conto che buona parte di tali titoli potrebbe già essere impegnata a garanzia di operazioni di rifinanziamento con la banca centrale stessa. Si osserva infatti che l'*outstanding* dei prestiti cartolarizzati nell'area dell'euro ammontava a fine giugno 2014 a 1.250 mld. € (di cui 975 mld. € emessi da banche che a loro volta ne trattenevano in bilancio per 422 mld. €)⁴⁸; per inciso, si osserva che alla medesima epoca nell'area dell'euro l'ammontare complessivo di obbligazioni bancarie e di titoli delle amministrazioni pubbliche

centrali erano rispettivamente pari a 4.494 mld. € e a 6.827 mld. €⁴⁹.

Più significativo, sotto il profilo quantitativo, potrebbe invece risultare l'apporto originato da operazioni definitive aventi ad oggetto i *covered bond*. Le consistenze dei titoli della specie ammontavano infatti a fine 2013 a 2.598 mld. € dei quali 465 mld. € riconducibili ad emissioni del Settore pubblico dei diversi paesi dell'area dell'euro, e 2.122 mld. € riferibili ad emissioni bancarie con sottostante prevalentemente originato da credito ipotecario⁵⁰. Più agevoli sarebbero anche gli interventi, che si avvarrebbero di piattaforme operative collaudate oltre che dell'esperienza già maturata dalla Banca Centrale Europea nei due precedenti programmi di acquisto (*Covered Bond Purchase Programme 1* e *Covered Bond Purchase Programme 2*) realizzati a partire da luglio 2009 e da novembre 2011. Tuttavia, quegli interventi furono compiuti per importi relativamente modesti (rispettivamente di 60 e di 16 mld. €) e furono esclusivamente finalizzati ad agevolare la raccolta bancaria a medio e lungo termine attraverso acquisti allora condotti prevalentemente in sede di primo collocamento dei *covered bond*, modalità che potrebbe risultare efficace anche oggi.

⁴⁷ Cfr. Banca Centrale Europea e Bank of England, *The case for a better functioning securitisation market in the European Union*, 30 maggio 2014 e il lavoro preparatorio del precedente, titolato *The impaired EU securitisation Market: causes, roadblocks and how to deal with them*, marzo 2014.

⁴⁸ Importo ampiamente inferiore ai 1.530 mld. rilevati a fine 2011. Cfr. Banca Centrale Europea, *Bollettino mensile Statistiche dell'area dell'euro*, marzo 2012 e agosto 2014, tavola 2.10.

⁴⁹ Cfr. Banca Centrale Europea, *Bollettino mensile, Statistiche dell'area dell'euro*, settembre 2014, Tavole 2.7, 2.10 e 4.2.

⁵⁰ Cfr. ECBC, European Covered Bond Council, in www.ecbs.eu.



5. Conclusioni

La diffusione della *forward guidance* e delle “operazioni mirate” rappresenta una significativa e al tempo stesso necessaria evoluzione dell’operatività delle banche centrali realizzata senza travalicare i limiti istituzionali fissati per la loro operatività.

Con specifico riguardo alla Banca Centrale Europea e all’area dell’euro, le “operazioni mirate”, in particolare grazie alla condizionalità che le caratterizza, rappresentano una efficace modalità per far arrivare al settore delle PMI, che negli anni più recenti maggiormente ha patito il forte aumento del rischio di credito con conseguente ostacolo alla sua concessione, quella disponibilità di finanziamenti (in termini di quantità e di costo) che sino ad ora è mancata. Nella medesima direzione potranno sortire effetti in via diretta dalla prevista attivazione di acquisti ad opera della Banca Centrale Europea di attività cartolarizzate (ABS) caratterizzate da sottostante espressione di crediti verso PMI, nonché ulteriori effetti per via indiretta dall’allentamento dei criteri di valutazione dei titoli ABS garantiti da prestiti alle PMI, utilizzabili dalle banche, in veste di sottostante, per ottenere finanziamento presso l’Eurosistema.

L’esperienza recente, sempre riferita al caso dell’area euro, induce tuttavia a considerare come il ricorso alle “operazioni mirate” segni anche il riconoscimento di un importante limite agli spazi di manovra della sua banca centrale e quindi all’efficacia della politica monetaria. In altri termini, non sembra possibile garantire che ad incrementi nell’offerta di credito originati da operazioni di politica monetaria e all’ulteriore allentamento delle loro condizioni, possano automaticamente corrispondere incrementi nella domanda di credito; infatti, essa è determinata dal manifestarsi di condizioni e dal realizzarsi di aspettative che non dipendono oramai più

unicamente dall’azione della banca centrale: “*non c’è ammontare sufficiente di stimolo monetario o fiscale che possa sostituirsi alle riforme strutturali necessarie*”⁵¹.

Occorre allora riconoscere che il soddisfacimento di quelle condizioni e il realizzarsi di quelle aspettative dipendono oramai soltanto dalla volontà e dalle scelte di coloro che, nell’ambito dell’Unione europea e dei Paesi che ne fanno parte⁵², hanno il compito istituzionale di condurre la politica economica. Rispetto a quella volontà e a quelle scelte la Banca Centrale Europea può al massimo esprimere proprie valutazioni e dare il proprio assenso.

Bibliografia

Banca Centrale Europea, *Bollettino mensile*, numeri vari

Banca Centrale Europea, *Rapporto annuale 2013*, 2014

⁵¹ Cfr. Discorso del Presidente della Banca Centrale Europea al *Simposio annuale delle Banche centrali*, Jackson Hole, 22 settembre 2014, in www.ecb.europa.eu.

⁵² “...”, le cause di fondo della crisi devono ancora essere affrontate appieno. In questo contesto, i governi devono perseverare nell’impegno a ridurre i disavanzi e a sostenere il riequilibrio dei conti pubblici nel medio periodo. Occorre inoltre intensificare con risolutezza gli sforzi finalizzati alla realizzazione delle riforme strutturali necessarie nei mercati del lavoro e dei beni e servizi per rendere più competitive le economie, nonché si deve continuare a migliorare l’assetto istituzionale dell’UEM. Cfr. Banca Centrale Europea, *Rapporto annuale per il 2013*; con argomentazioni non sostanzialmente diverse si è espresso il Presidente della Banca Centrale Europea, in occasione della *Press Conference* seguita agli annunci di politica monetaria del 5 agosto 2014 (se ne veda il testo in www.ecb.europa.eu).



Banca Centrale Europea, *La forward guidance della BCE*, in Bollettino mensile, aprile 2014

Banca Centrale Europea, *Accesso delle PMI ai finanziamenti nell'area dell'euro: ostacoli e possibili azioni correttive*, in Bollettino mensile, luglio 2014

Banca Centrale Europea – Bank of England, *The impaired EU securitisation market: causes, roadblocks and how to deal with them*, in www.ec.europa.eu, marzo 2014

Banca Centrale Europea – Bank of England, *The case for a better functioning securitisation market in the European Union*, in www.ec.europa.eu, maggio 2014

Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, numeri vari

Banca d'Italia, *Relazione annuale per il 2012*, Roma, 2013

Banfi A., Di Pasquali F., *Le Banche Centrali negli anni della crisi*, Isedi, Torino, 2014

Banfi A., Di Pasquali F., *Il contributo italiano all'operatività della Banca Centrale Europea negli anni 2003-2012*, in Osservatorio Monetario, Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, n. 1, 2013

Churm R., Radia A., *The funding for lending scheme*, in Bank of England, Quarterly Bulletin, Q4, Research and analysis

Siti internet

www.bancaditalia.it

www.bankofengland.co.uk

www.ecb.europa.eu

www.ecbs.eu

www.federalreserve.gov



2. IL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE DURANTE LE DUE CRISI FINANZIARIE[♦]

Introduzione

Il sistema produttivo italiano è caratterizzato dalla diffusa presenza di imprese di piccole dimensioni, a guida familiare, che si finanziano in via prevalente attraverso i prestiti bancari. Questa struttura, che pure ha garantito una crescita sostenuta nel dopoguerra, ha mostrato notevoli limiti dal punto di vista della capacità di innovare e di cogliere le opportunità offerte dalle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione. Si è rivelata poi particolarmente fragile di fronte alle due crisi finanziarie che si sono susseguite nel 2008 e nel 2011. Nel presente contributo si passano in rassegna le principali caratteristiche del sistema produttivo italiano (par. 2) e l'impatto delle due crisi finanziarie sull'accesso al credito nel confronto con gli altri principali paesi dell'Unione Europea (par. 3). Nel paragrafo 4 si descrivono le caratteristiche della struttura del passivo delle imprese italiane, approfondendo anche la diffusione di forme di finanziamento alternative al credito bancario. Si conclude richiamando le principali novità normative che potrebbero arricchire le opzioni a disposizione delle imprese nella scelta delle fonti di finanziamento esterne.

1. Un'economia di piccole imprese

Negli anni '60 per Kaldor il settore manifatturiero era il motore della crescita essenzialmente perché generatore di economie di scala (Kaldor, 1966).

Qualsiasi cambiamento di prodotto o processo richiede infatti investimenti in nuovi macchinari e attrezzature, che stimolino la produttività del lavoro sia dell'impresa che li ha adottati, sia degli utilizzatori del prodotto nuovo o migliorato. Da allora, il processo produttivo è profondamente cambiato. Negli anni '70 e '80 le crisi petrolifere e la necessità di flessibilità hanno indotto le grandi imprese a esternalizzare alcune fasi del processo produttivo. Ne è derivata un'accentuazione della frammentazione del sistema produttivo italiano, non solo per l'aumento della diffusione della piccola impresa ma, soprattutto, per la perdita di alcuni grandi gruppi industriali storicamente presenti nel paese. Secondo i dati del 9° Censimento delle imprese dell'industria e dei servizi effettuato dall'Istat per il 2011, il 99,5% delle aziende italiane ha meno di 50 addetti e occupa più dei due terzi della forza lavoro, con una prevalenza di micro aziende fino a 5 addetti (TAB. 1); meno di 1.500 imprese in Italia hanno un'occupazione superiore ai 500 addetti (sono appena 600 quelle con un'occupazione superiore ai mille addetti), impiegando all'incirca il 16% degli occupati¹.

Una seconda caratteristica contraddistingue le imprese italiane. Il capitalismo familiare è preponderante: sempre sulla base dei dati del 9° Censimento, oltre il 90% delle imprese italiane è a controllo familiare diretto, che si accompagna a un *management* di matrice familiare. In questo contesto, il rischio della perdita del controllo e la connessa necessità di cambiare i meccanismi di gestione interna aziendale nel caso di apertura della compagine azionaria sono dei vincoli importanti alla crescita dimensionale delle imprese. A tali aspetti si affianca anche una

[♦] A cura di Paola Rossi.

Le opinioni espresse nel presente contributo sono personali e non impegnano in alcun modo l'Istituzione di appartenenza.

¹ Guardando le unità locali, la distribuzione a favore della piccola dimensione è ancora più accentuata.

normativa fiscale e del lavoro più favorevole alle piccole imprese.

TAB. 1 - La struttura del sistema produttivo italiano

Classe di addetti	N.	Comp. %
Imprese attive		
fino a 5 addetti	3.998.754	90,35
da 6 a 9	215.876	4,88
da 10 a 49	187.014	4,23
da 50 a 500	22.841	0,52
maggiore di 500	1.465	0,03
Totale	4.425.950	100
Addetti		
fino a 5 addetti	6.157.498	37,49
da 6 a 9	1.541.699	9,39
da 10 a 49	3.326.109	20,25
da 50 a 500	2.700.214	16,44
maggiore di 500	2.698.566	16,43
Totale	16.424.086	100

Fonte: Istat, Censimento generale dell'industria e dei servizi 2011. Dati riferiti alle imprese, con l'esclusione delle istituzioni non profit e quelle pubbliche.

Queste caratteristiche strutturali hanno limitato la capacità dell'industria italiana di cogliere appieno le opportunità indotte dalla rivoluzione legata alle nuove tecnologie della comunicazione degli anni '90². Negli ultimi 10 anni, la frammentazione internazionale dei processi produttivi ha rivoluzionato la catena globale del valore. Si tratta di dinamiche in cui la produzione viene suddivisa in singoli "compiti" lungo la filiera, richiedendo investimenti e competenze manageriali di rilievo

² Rossi, S. (2006), "La regina e il cavallo. Quattro mosse contro il declino", Laterza, Roma-Bari.

(Baldwin, 2006). L'Italia è rimasta ai margini di questo processo, perdendo occasioni e posizioni nell'interscambio commerciale³.

La piccola dimensione delle imprese e una struttura proprietaria e manageriale familiare poco incline ad assumere i rischi dell'innovazione penalizzano l'Italia anche sotto il profilo della ricerca e dello sviluppo di nuovi prodotti, come confermato dalla limitatezza nel confronto internazionale di tutti gli indicatori di input e output innovativo (investimenti e addetti alla ricerca, numero di brevetti⁴. Questa perdita di opportunità ha penalizzato le prospettive del paese, essendo la ricerca e l'innovazione intrinsecamente collegate con lo sviluppo, inteso come "aumento della varietà e della qualità di tutto ciò che rende la vita migliore"⁵.

2. Le due crisi finanziarie

Su questo quadro di fragilità strutturale si sono riversati gli effetti di due crisi finanziarie di eccezionale portata: la crisi finanziaria internazionale del 2007-08 e la crisi dei debiti sovrani nell'area dell'euro del 2011. Tra il 2008 e il 2013 l'Italia ha perso 9 punti percentuali di PIL. È stata tra i paesi più colpiti in Europa, e i vincoli del bilancio statale non hanno consentito l'utilizzo di politiche di aggiustamento congiunturale.

Per l'Italia l'impatto negativo è risultato particolarmente forte, a causa di due aspetti tra loro interconnessi: la restrizione nell'offerta di

³ Accetturo, A., A. Giunta e S. Rossi, (2011), "Le imprese italiane tra crisi e nuova globalizzazione", Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 86, gennaio.

⁴ Bugamelli, M., L. Cannari, F. Lotti e S. Magri, (2012), "Il gap innovativo del sistema produttivo italiano: radici e possibili rimedi", Banca d'Italia, Questioni economia e finanza, n. 121, aprile.

⁵ Rossi, S., (2014), "Una finanza per lo sviluppo", Intervento presso la Banca Popolare di Sondrio, Sondrio, 12 settembre 2014.



credito e la dipendenza delle imprese italiane dai finanziamenti bancari come fonte esterna prevalente, in molti casi unica. La teoria economica ha messo da tempo in luce come gli shock macroeconomici siano amplificati dalle imperfezioni nel mercato del credito, con ricadute sull'attività e sugli investimenti delle imprese tanto più accentuate quanto è maggiore la loro dipendenza dal credito bancario (*acceleratore finanziario*⁶), generando un circolo vizioso tra crisi finanziaria e recessione⁷.

La restrizione dell'offerta di credito è stata più acuta in Italia che in altri paesi, soprattutto in concomitanza con la crisi del debito sovrano che ha colpito il nostro paese nella seconda parte del 2011. Secondo i dati dell'indagine della Banca Centrale Europea sulle condizioni di offerta di credito dei paesi appartenenti all'area dell'euro, le restrizioni nell'offerta successiva al fallimento di *Lehman Brothers* non sono state troppo discoste tra i vari paesi (FIG. 1). Al contrario, nella fase più critica della crisi dei debiti sovrani nel 2011, le difficoltà di accesso al credito sono risultate particolarmente acute in Italia, inferiori solo a quelle registrate in Portogallo. In quella fase, infatti, l'impatto negativo della crisi sulla capacità del sistema bancario di accedere alle fonti di raccolta sui mercati esteri si è tradotto immediatamente in una restrizione nell'offerta di finanziamenti bancari.

Negli anni precedenti alla crisi, la quota di prestiti coperta con fondi diversi dalla raccolta al dettaglio si era ampliata considerevolmente,

arrivando a superare il 20 per cento nel 2008⁸. Le banche hanno dovuto dunque ridurre i finanziamenti all'economia e il *deleveraging* avrebbe potuto essere molto più accentuato senza l'intervento della Banca Centrale Europea, che ha immesso liquidità nel sistema. Le ricadute sull'andamento dei prestiti sono state rilevanti. Nella prima crisi l'impatto negativo dei fattori di offerta sulla dinamica dei prestiti alle imprese è stato stimato tra 1 e 3,5 punti percentuali tra il 2008 e il 2009⁹; dopo la crisi dei debiti sovrani, nel secondo trimestre del 2012, le restrizioni avrebbero invece determinato una riduzione più forte, dell'ordine dell'8%, nella consistenza dei prestiti alle imprese¹⁰.

Tale restrizione ha avuto poi ricadute particolarmente accentuate nel caso italiano, per la maggiore dipendenza dal credito bancario e la speculare carenza di fonti sostitutive per le imprese. A livello macroeconomico, il livello del debito bancario delle imprese sul PIL è su valori superiori alla media dell'area dell'euro. Le differenze tra paesi appartenenti all'area, ancora modeste alla metà degli anni 2000, si sono amplificate negli anni successivi (FIG. 2). In Italia, prima della crisi, in un quadro caratterizzato da tassi d'interesse contenuti e da un'abbondanza di credito all'economia, la quota di prestiti bancari alle imprese sul PIL è cresciuta fino al 2009, per poi stabilizzarsi nel biennio successivo. È rimasta

⁶ Bernanke, B., M. Gertler, e S. Gilchrist, (1996), "The financial accelerator and the flight to quality", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 78, No. 1., Feb., pp. 1-15.

⁷ Bernanke, B., (1981), "Bankruptcy, liquidity and recession", *American Economic Review*, 71, 2.

⁸ Panetta, F., (2014), "Un sistema finanziario per la crescita", Intervento al convegno "Il risparmio degli italiani è al sostegno della crescita?", The Adam Smith Society, Milano, 27 gennaio 2014.

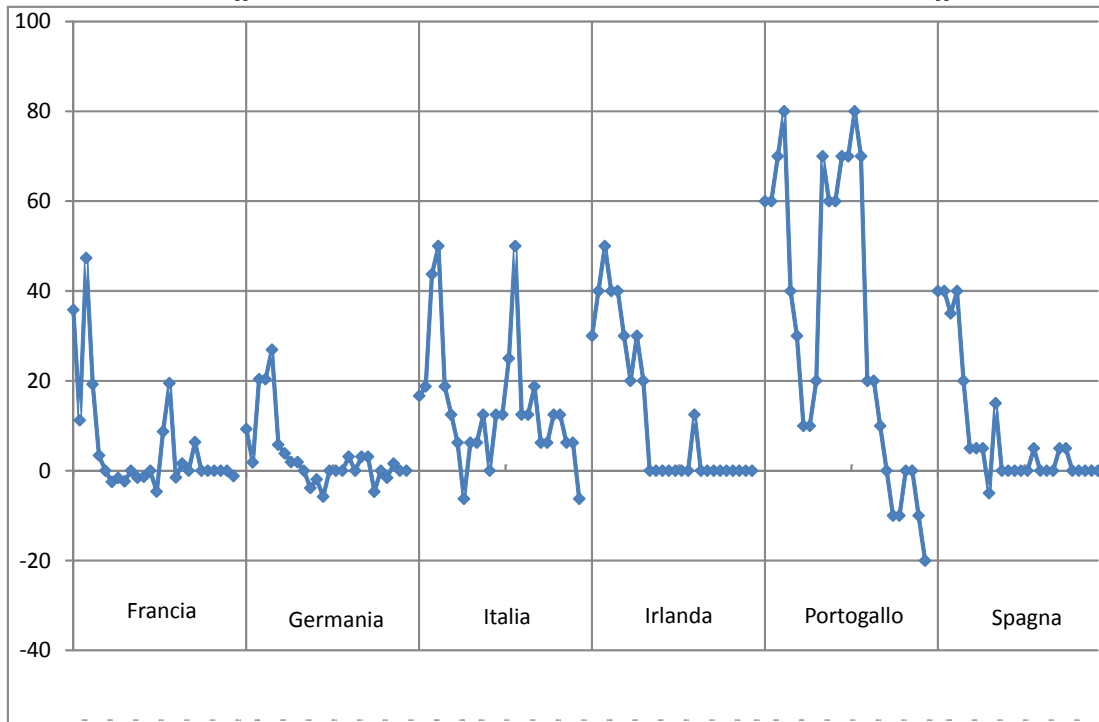
⁹ Panetta, F. e F. M. Signoretti (2010), "Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria", Banca d'Italia, *Questioni economia e finanza*, n. 63, aprile.

¹⁰ Del Giovane, P., A. Nobili, e F.M. Signoretti, (2013), "Supply Tightening or Lack of Demand? An Analysis of Credit Developments During the Lehman Brothers and the Sovereign Debt Crises", Banca d'Italia, *Temi di Discussione* n. 942, novembre

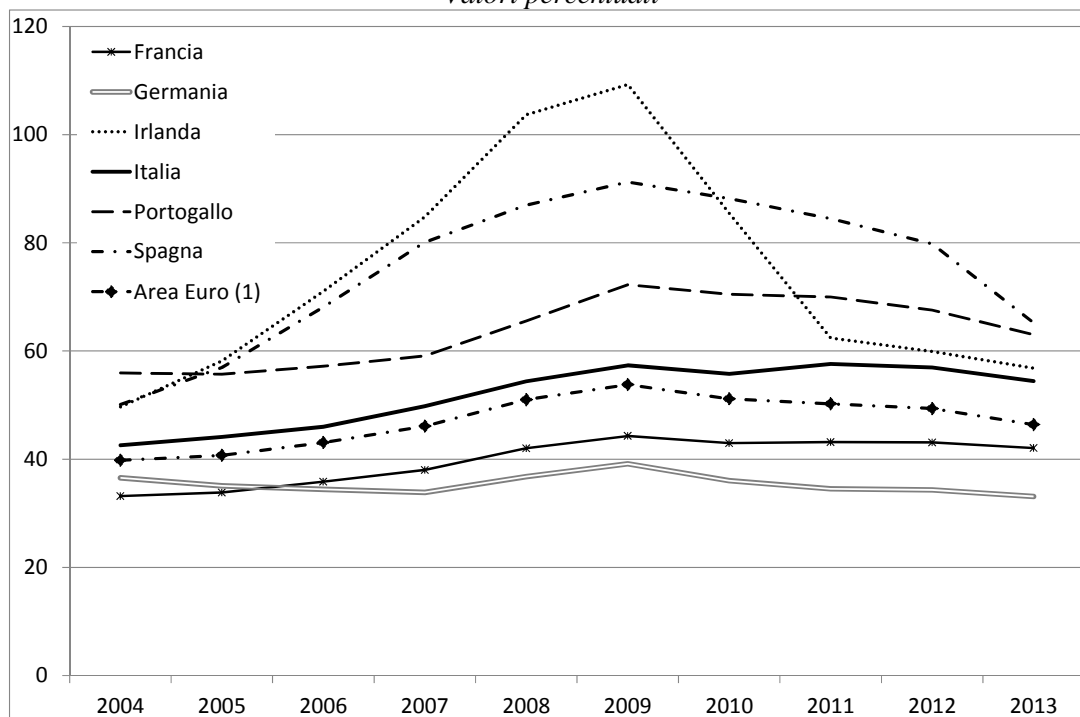
su valori comunque significativamente più elevati rispetto alla prima parte del decennio: nel 2011 il rapporto risulta intorno al 57%, dal 42% del 2004. La riduzione negli anni seguenti è stata contenuta ed inferiore a quanto rilevato nella media dei paesi dell'area dell'euro. Soprattutto la crescita prima e la riduzione poi sono state più attenuate in Italia che negli altri paesi colpiti dalla crisi dei debiti

sovrani, in particolare Irlanda, Spagna e Portogallo. Le dinamiche appaiono comunque più accentuate di quelle sperimentate in Germania e Francia e l'incidenza del debito bancario sul PIL si è attestato su valori più elevati sia rispetto a questi due paesi, sia alla media dell'area dell'euro.

FIG. 1 - L'offerta di credito alle imprese nelle due crisi finanziarie
Indici di diffusione: + restrizione; – allentamento nelle condizioni di offerta



Fonte: Banca Centrale Europea, Bank lending survey (BLS). Per la Francia, gli indici di diffusione sono calcolati ponderando le risposte per le quote di mercato di ciascuna banca sul totale dei prestiti in essere delle banche del campione BLS.

FIG. 2 - Rapporto tra debiti bancari e PIL*Valori percentuali*

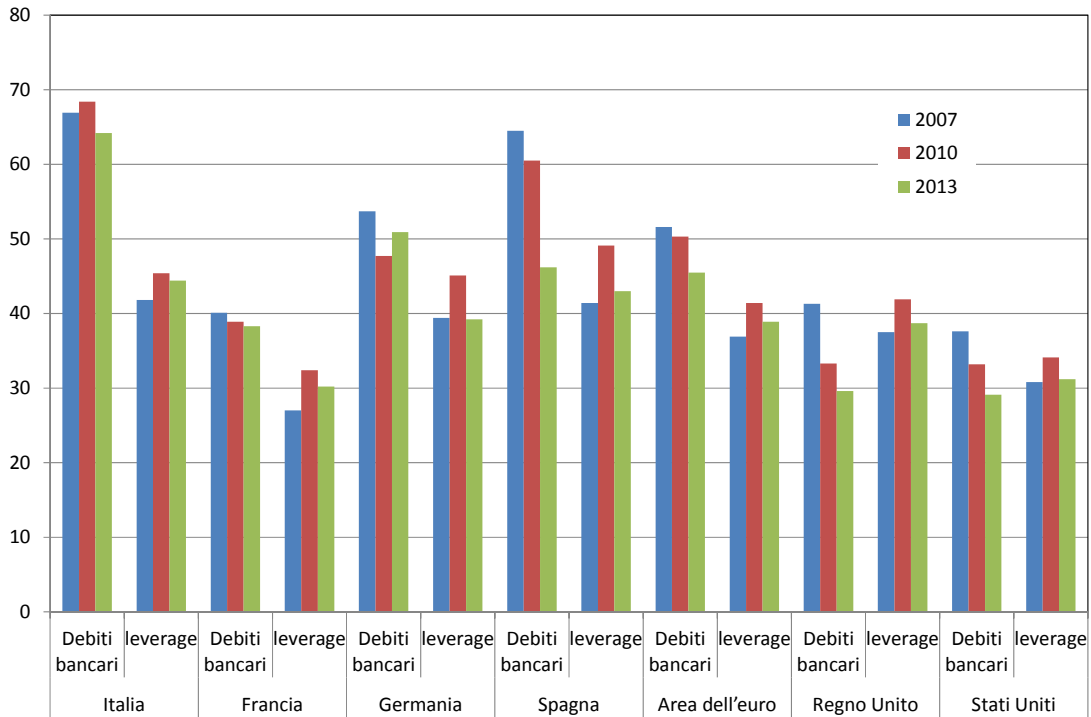
Fonte: Banca Centrale Europea per i debiti bancari ed Eurostat per il PIL. (1) Area dell'Euro a composizione variabile.

3. La struttura finanziaria delle imprese risulta fragile...

Il livello complessivo d'indebitamento nel sistema copre però un quadro problematico sotto diversi aspetti. In Italia le banche hanno un ruolo preminente nel finanziamento delle imprese, coprendo circa due terzi dei debiti finanziari aziendali (FIG. 3). Gli squilibri della situazione

italiana appaiono evidenti se confrontiamo questo dato con quelli riferiti a paesi come Francia e Germania, dove pure il sistema bancario riveste un ruolo di spicco dell'intermediazione finanziaria, o ancora di più con quelli dei paesi di matrice anglosassone, in cui i mercati finanziari svolgono una funzione preminente (FIG. 3).

FIG. 3 - Indicatori di bilancio delle imprese nel confronto internazionale
Valori percentuali



Fonte: Banca d'Italia, Relazione annuale, vari anni. I debiti bancari sono in rapporto al totale dei debiti finanziari; il *leverage* è espresso come rapporto tra debiti finanziari e la somma dei debiti finanziari e il patrimonio.

La dotazione di capitale, inoltre, appare ancora insufficiente: gli indicatori di leva finanziaria risultano sistematicamente più elevati sia della media dei paesi dell'area euro, sia di quella riferita ai paesi anglosassoni.

Il peso del debito ha contribuito tra l'altro a ridurre la redditività aziendale durante la fase di crisi finanziaria, quando la pressione sui tassi di interesse ha eroso i margini di profitto delle imprese, già fortemente penalizzati dalla fase recessiva. Il grado di patrimonializzazione risulta inoltre particolarmente basso per le imprese di minori dimensioni.

Un numero estremamente limitato di aziende ha accesso ai mercati finanziari. Lo scorso agosto erano quotate alla borsa italiana 285 imprese. Altre 54 erano negoziate al mercato AIM

riservato alle aziende di piccole e medie dimensioni.

La capitalizzazione complessiva rimane contenuta e di poco superiore al 30 per cento del PIL. Nelle statistiche della FESE, le imprese quotate sono quasi 700 in Germania, oltre 1000 quelle presenti nel circuito Euronext di Parigi, Bruxelles e Amsterdam, oltre 3000 per le borse spagnole.

L'ingresso sul mercato ha gravami non trascurabili, legati nel breve periodo ai costi della procedura stessa e nel lungo termine agli oneri di trasparenza. La decisione nel suo complesso necessita di un management e di un'organizzazione interna non sempre alla portata di imprese relativamente piccole. A questi aspetti, peraltro cruciali nella decisione di



quotarsi in borsa,¹¹ si aggiungono norme amministrative complesse e il rischio di una maggiore 'visibilità' nei confronti del fisco¹². L'elemento di maggior rilievo rimane comunque il rischio di perdita del controllo dell'azienda, che inibisce la quotazione anche di imprese grandi e con una proiezione internazionale, ma che mantengono la proprietà e la gestione in capo alla famiglia fondatrice. Un mercato dei capitali poco sviluppato si confronta dunque con una domanda di questi servizi rarefatta.

Anche il ricorso ai mercati obbligazionari è stato finora limitato a gruppi industriali di dimensioni rilevanti. Nel complesso, la consistenza dei debiti obbligazionari rimane contenuta in rapporto al PIL (FIG. 4), seppure in crescita rispetto al passato.

Inoltre, le emissioni sono prevalentemente concentrate su pochi grandi gruppi industriali. Il ricorso alla raccolta obbligazionaria ha iniziato di recente a diffondersi anche tra le imprese medio piccole (i cosiddetti mini bond): secondo i dati della Borsa Italiana, a settembre del 2014 erano circa 35 le emissioni corporate di obbligazioni il cui importo unitario era inferiore ai 30 milioni di euro. I costi di questi strumenti di indebitamento sono tuttavia ancora cospicui, e il rendimento medio richiesto dai mercati su queste emissioni ancora elevato, intorno al 6,5% medio, pur considerando che si tratta di forme di finanziamento con un orizzonte di medio e lungo termine.

Le caratteristiche di fragilità appena descritte hanno determinato un circolo perverso tra vulnerabilità delle imprese, rischio di credito e difficoltà di accesso ai finanziamenti. In estrema sintesi, la qualità dei crediti dipende, seppure con

un certo ritardo, dalle condizioni generali dell'economia, dal costo dei finanziamenti e dal grado di indebitamento delle imprese¹³. La restrizione nell'offerta di credito è proseguita dunque anche dopo che le limitazioni legate all'inaridirsi delle fonti di provvista delle banche andavano attenuandosi, ma il deterioramento della qualità dei prestiti originava nuove tensioni sul mercato del credito. Le posizioni in situazione d'insolvenza delle clientela nel suo complesso sono salite progressivamente e alla fine del 2013 incidevano per l'8,7% dei prestiti totali, mentre considerando anche gli altri crediti che presentano anomalie e ritardi nei rimborsi il totale dei crediti deteriorati arrivava al 15,9%¹⁴.

La debole struttura finanziaria del sistema delle imprese ha dunque esacerbato gli effetti di due crisi finanziarie eccezionalmente violente, e le restrizioni nell'offerta di credito hanno condizionato in modo rilevante le decisioni d'investimento delle imprese¹⁵. Gli effetti si sono riverberati particolarmente sulle aziende di minori dimensioni, che per la loro natura hanno una maggiore dipendenza dal credito bancario. Anche la caduta degli investimenti rifletterebbe in misura preponderante il peggioramento delle condizioni di finanziamento¹⁶.

¹¹ Pagano, M., F. Panetta e L. Zingales, (1998) "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, vol. 53, N. 1, pp. 27-64.

¹² Panetta, F. (2014), "Un sistema finanziario per la crescita", Intervento al convegno "Il risparmio degli italiani è al sostegno della crescita?", The Adam Smith Society, Milano, 27 gennaio 2014.

¹³ Bofondi, M. e T. Ropele, (2011), "Determinanti macroeconomiche delle sofferenze: l'evidenza empirica per le banche italiane", Banca d'Italia, *Questioni economia e finanza*, n. 89, marzo.

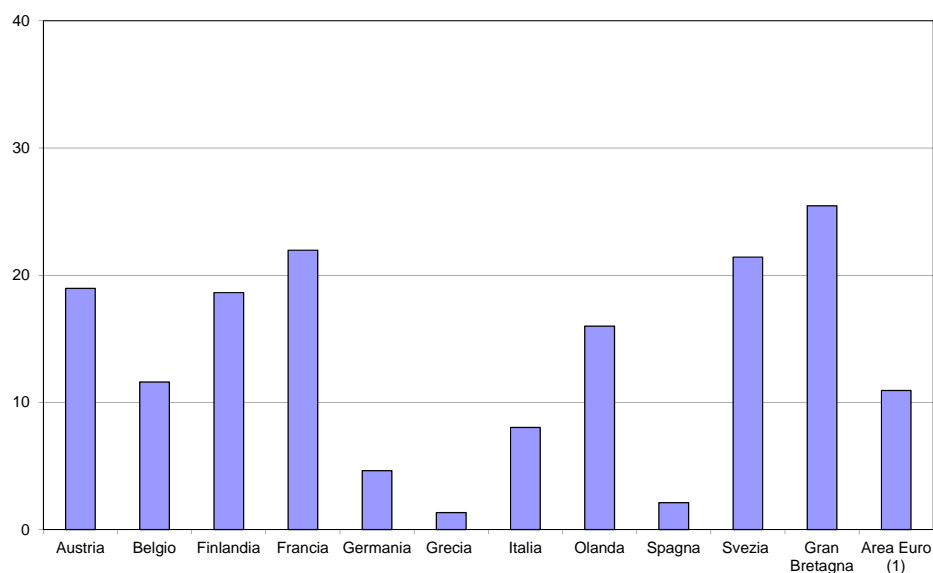
¹⁴ Banca d'Italia, (2014), "Rapporto sulla stabilità finanziaria", n.1, maggio.

¹⁵ Gaiotti, E., (2013), "Credit availability and investment: Lessons from the great recession", *European Economic Review*, Volume 59, Pages 212-227, aprile.

¹⁶ Busetti, F. e P. Cova, (2013), "L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano: un'analisi controfattuale per l'economia italiana", Banca d'Italia, *Questioni economia e finanza*, n. 201, settembre.



FIG. 4 – I debiti obbligazionari delle imprese e PIL
Consistenze delle obbligazioni emesse da società non finanziarie alla fine del 2013 in rapporto al PIL. - Valori percentuali.



Fonte: Banca Centrale Europea per le obbligazioni e Eurostat per il PIL. (1) Area dell'Euro a composizione variabile.

Per le imprese che presentano elevate potenzialità di sviluppo ma la cui attività si basa su elementi aleatori legati all'introduzione di nuovi prodotti o all'avvio di nuove attività imprenditoriali il credito bancario potrebbe non essere lo strumento più adatto a coprirne gli investimenti¹⁷. Da un lato, queste imprese tendono a mantenere una certa riservatezza sui propri progetti innovativi, le cui potenzialità sono difficili da valutare per l'impresa stessa, a maggior ragione per un possibile investitore. Dall'altro, quando l'attivo ha una maggiore presenza di investimenti immateriali, le imprese hanno una minore disponibilità di fondi da dare in garanzia. Non è dunque un caso che l'innovazione sia spesso

autofinanziata dalle imprese e circa tre quarti della spesa sia coperta da risorse interne¹⁸. Per sostenere l'attività dei comparti più innovativi, ma anche rischiosi, del tessuto produttivo il capitale di rischio fornito da fondi di *private equity* potrebbe avere un ruolo strategico.

Nel nostro paese il segmento dell'industria finanziaria rappresentato dalle società *private equity* appare ancora poco sviluppato, pesando per meno della metà che nella media europea e ancora meno se ci si confronta con i paesi nostri diretti concorrenti (FIG. 5a). Ma, soprattutto, risultano estremamente contenuti gli investimenti di *venture capital*, il comparto indirizzato a

¹⁷ Rossi. S., (2014), "Una finanza per lo sviluppo", Intervento presso la Banca Popolare di Sondrio, Sondrio, 12 settembre 2014.

¹⁸ Bugamelli, M., L. Cannari, F. Lotti e S. Magri, (2012), "Il gap innovativo del sistema produttivo italiano: radici e possibili rimedi", Banca d'Italia, Questioni economia e finanza, n. 121, aprile.



sostenere le imprese più innovative proprio nella fase di avvio delle nuove attività imprenditoriali: la quota delle operazioni di *venture capital* sul totale è la seconda più bassa in Europa dopo il Lussemburgo (FIG. 5b).

FIG. 5a - Private equity in rapporto al PIL
Dati medi 2007-2013

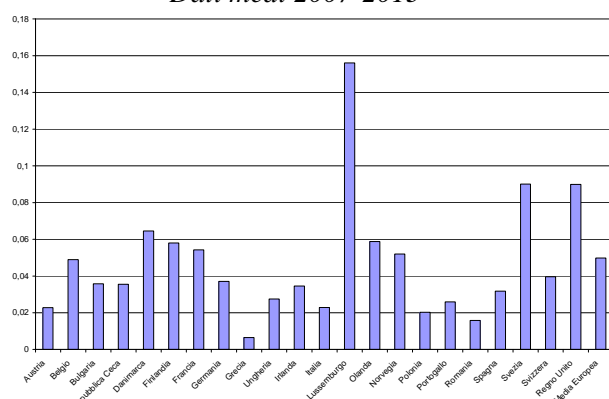
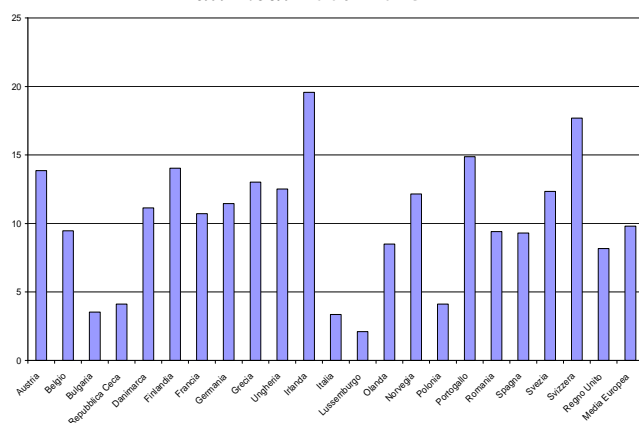


FIG. 5b - Quota *venture capital* sul totale
Dati medi 2007-2013



Fonte: European Private Equity and Venture Capital Association.

4. ... ma qualche cosa si sta muovendo

Una possibile lettura delle due crisi finanziarie e delle restrizioni nell'offerta di credito bancario è che queste abbiano costituito un momento di cesura, di *break* strutturale rispetto al passato, sollecitando le imprese a trovare nuove soluzioni

per il finanziamento esterno. Ci sono condizioni più favorevoli che in passato alla patrimonializzazione, al ricorso ai mercati finanziari e alla quotazione.

È interesse delle imprese aumentare la propria dotazione patrimoniale, per contrastare le ricadute fortemente negative delle restrizioni nell'offerta di credito subite negli ultimi anni. Secondo stime della Banca d'Italia, il riequilibrio della struttura finanziaria delle aziende italiane richiederebbe la conversione di debiti in capitale per importi dell'ordine di 200 miliardi¹⁹. Recenti interventi sotto diversi profili tendono a favorire questo processo. Gli sgravi legati alla patrimonializzazione delle imprese, introdotti nel 2011 tramite la cosiddetta ACE (aiuto alla crescita economica o *allowance for corporate equity*), hanno ridotto gli incentivi all'indebitamento. La norma prevede la possibilità di portare in deduzione dal reddito complessivo netto dichiarato dall'impresa un importo corrispondente al rendimento nozionale del nuovo capitale proprio, fissato al 3% per i primi tre periodi d'imposta di applicazione della normativa. Di recente sono state inoltre modificate le aliquote, al 4%, al 4,5% e al 4,75% rispettivamente per il periodo d'imposta 2014, 2015 e 2016.

Tali agevolazioni sono ulteriormente amplificate per le aziende che decidono di quotarsi: per queste imprese, l'apporto di capitale su cui calcolare le deduzioni viene incrementato del 40% per 3 anni (Super ACE) per favorire il canale di Borsa nella raccolta delle risorse²⁰.

¹⁹ Panetta, F. (2014), "Un sistema finanziario per la crescita", Intervento al convegno "Il risparmio degli italiani è al sostegno della crescita?", The Adam Smith Society, Milano, 27 gennaio 2014.

²⁰ Tale previsione deve però essere autorizzata dalla Commissione europea. Per un'analisi più approfondita si veda Gobbi (2014), "Audizione nell'ambito dell'esame del disegno di legge n. 1541, concernente



Per far fronte ai timori delle imprese di perdere il controllo a seguito della quotazione, è stata poi prevista la possibilità di voto multiplo su alcune azioni di imprese che si siano quotate o intendano farlo, se tenute per almeno 24 mesi²¹. Questa previsione consente il mantenimento del controllo da parte di un nocciolo duro di azionisti con un impegno finanziario minore.

Gli interventi recenti potrebbero essere più promettenti rispetto al passato²². Anche la creazione di mercati dedicati alla PMI, come il Mercato Alternativo del Capitale (AIM Italia) della Borsa Italiana, con requisiti meno stringenti per l'adesione, e l'iniziativa Elite²³ sempre della Borsa Italiana, s'inseriscono negli interventi volti a favorire l'apertura al mercato delle aziende. Alcune stime indicano in 500 il numero di imprese che in Italia potrebbero avere le caratteristiche per quotarsi²⁴. Nel corso dell'ultimo anno e mezzo, gli ingressi in borsa non sono stati trascurabili. Nel 2013, 18 imprese si sono quotate alla Borsa italiana e altre 22 nei primi 9 mesi del 2014. Tra i nuovi ingressi si annoverano anche imprese di dimensioni medio-piccole, scambiate sul mercato AIM a loro dedicato (18 nel 2014).

la conversione in legge del decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91", Roma, 9 luglio 2014.

²¹ Gobbi (2014), "Audizione nell'ambito dell'esame del disegno di legge n. 1541, concernente la conversione in legge del decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91", Roma, 9 luglio 2014.

²² In particolare, la legge Visentini del 1983, la Legge Tremonti del 1994, la dual income tax del 1997 e la tecno-Tremonti del 2003.

²³ Si tratta di un progetto lanciato nel 2012 da Borsa Italiana per incentivare la quotazione delle PMI italiane. Prevede l'accesso a strumenti e servizi finalizzati a reperire capitali, aumentare la visibilità e facilitare l'avvicinamento ai mercati finanziari delle imprese che vi si iscrivono.

²⁴ Rossi. S., (2014), "Una finanza per lo sviluppo", Intervento presso la Banca Popolare di Sondrio, Sondrio, 12 settembre 2014.

Sono inoltre stati previsti incentivi per gli investimenti in società di *venture capital* e in *start-up* innovative²⁵. Agevolazioni fiscali sono state introdotte anche sugli interessi derivanti da titoli obbligazionari e cambiali finanziarie, nella forma di imposta sostitutiva applicabile anche ai titoli non negoziati sui mercati, a condizione che siano detenuti da investitori qualificati.

Sotto il profilo dell'accesso al credito, la dotazione del Fondo Centrale di Garanzia è aumentata ed è stata introdotta la garanzia ultima da parte dello Stato. In questo modo i prestiti concessi dalle banche con garanzia da parte del Fondo hanno un assorbimento di capitale pari a zero. Pur con un impegno contenuto da parte dello Stato, hanno consentito di mobilitare risorse importanti per le imprese. Nei quattro anni tra il 2009 e il 2012, sono stati garantiti prestiti per 31 miliardi di euro nei confronti di 127.000 imprese. Nel corso del 2013 e dei primi sei mesi del 2014, gli interventi hanno riguardato finanziamenti per quasi 17 miliardi e hanno coinvolto circa 120.000 aziende.

È stata di recente concessa (D.lgs. n. 91, giugno 2014) alle società assicurative la possibilità di erogare finanziamenti alle imprese, partecipando ad operazioni originate da banche e condividendone i rischi. In parallelo, anche le società di cartolarizzazione potranno concedere crediti alle imprese, con il vincolo che i titoli emessi per sostenere l'attività di prestito potranno essere acquistati solo da investitori qualificati. In

²⁵ Nel periodo 2013–2016, le persone fisiche possono detrarre dall'imposta lorda sul reddito (IRPEF) un importo pari al 19% della somma investita nel capitale di una o più *start-up* innovative direttamente o tramite di organismi di investimento collettivo del risparmio specializzati. Nello stesso intervallo di tempo, le società possono dedurre dal reddito imponibile un importo pari al 20% della somma investita nel capitale di una o più *start-up* innovative, direttamente o indirettamente.



entrambi i casi, le banche rimangono un perno nelle decisioni di affidamento e si richiede che mantengano un interesse di rilievo in queste operazioni. In questo modo la norma ha l'obiettivo di combinare da un lato le competenze delle banche nel valutare il merito di credito, dall'altra la possibilità di rendere liquidi questi strumenti, trasferendoli al mercato e liberando risorse per estendere l'attività di prestito delle banche. Lo stesso decreto ha introdotto anche i cosiddetti *credit funds*, organismi di investimento abilitati ad acquisire finanziamenti erogati da terzi e concedere direttamente prestiti. Questa previsione potrà incentivare la domanda e ridurre la remunerazione richiesta sugli strumenti di debito collocati sul mercato, che ancora ne limita l'emissione da parte delle imprese.

La crisi finanziaria internazionale e la crisi dei debiti sovrani hanno modificato in parte gli incentivi presenti nel sistema. Le banche hanno ora più interesse che in passato a sostenere le imprese nella ricerca di una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento e di ricapitalizzazione. Hanno il vantaggio di poter meglio selezionare le imprese con le caratteristiche per affacciarsi sui mercati sulla base della conoscenza accumulata tramite le relazioni di credito intrattenute nel tempo. Questa attività, d'altronde, innalza la redditività degli intermediari sotto il profilo dei ricavi da servizi e alleggerisce l'attività di prestito, che richiede un'elevata patrimonializzazione, favorendo nel contempo una migliore qualità dei crediti in essere.

Interessi allineati tra i diversi operatori del mercato potrebbero agevolare un riequilibrio nelle caratteristiche della struttura finanziaria delle imprese. Questo è tanto più vero per le imprese di minori dimensioni, la cui fragilità ha amplificato le ricadute della crisi finanziaria sull'attività economica. Tale finalità richiede

tuttavia un mercato finanziario più ricco e articolato, in grado di rispondere a esigenze eterogenee di aziende di dimensioni diverse e nelle varie fasi di sviluppo e crescita.

Bibliografia

Accetturo, A., A. Giunta e S. Rossi, (2011), "Le imprese italiane tra crisi e nuova globalizzazione", Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 86, gennaio.

Banca d'Italia, (2014), "Rapporto sulla stabilità finanziaria", n.1, maggio.

Baldwin, R., (2006), "Globalisation: the great unbundlings(s)", Finnish Prime Minister's Office e EU Presidency.

Bernanke, B., (1981), "Bankruptcy, liquidity and recession", American Economic Review, 71, 2.

Bernanke, B., M. Gertler, e S. Gilchrist, (1996), "The financial accelerator and the flight to quality", The Review of Economics and Statistics, Vol. 78, No. 1., Feb., pp. 1-15.

Bofondi, M. e T. Ropele, (2011), "Determinanti macroeconomiche delle sofferenze: l'evidenza empirica per le banche italiane", Banca d'Italia, Questioni economia e finanza, n. 89, marzo.

Bugamelli, M., L. Cannari, F. Lotti e S. Magri, (2012), "Il gap innovativo del sistema produttivo italiano: radici e possibili rimedi", Banca d'Italia, Questioni economia e finanza, n. 121, aprile.

Busetti, F. e P. Cova, (2013), "L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano: un'analisi controfattuale per l'economia italiana",



Banca d'Italia, *Questioni economia e finanza*, n. 201, settembre.

Del Giovane, P., A Nobili, e F.M. Signoretti, (2013), "Supply Tightening or Lack of Demand? An Analysis of Credit Developments During the Lehman Brothers and the Sovereign Debt Crises", Banca d'Italia, *Temi di Discussione* n. 942, novembre.

Gaiotti, E., (2013), "Credit availability and investment: Lessons from the great recession", *European Economic Review*, Volume 59, Pages 212-227, aprile.

Gobbi, G., (2014), "Audizione nell'ambito dell'esame del disegno di legge n.1541, concernente la conversione in legge del decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91", Roma, 9 luglio 2014.

Kaldor, N. (1966), "Causes of the Slow Rate of Economic Growth of the United Kingdom: an inaugural lecture", Cambridge, Cambridge University Press.

Panetta, F. e F. M. Signoretti (2010), "Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria", Banca d'Italia, *Questioni economia e finanza*, n. 63, aprile

Panetta, F. (2014), "Un sistema finanziario per la crescita", Intervento al convegno "Il risparmio degli italiani è al sostegno della crescita?", The Adam Smith Society, Milano, 27 gennaio 2014.

Pagano, M., F. Panetta e L. Zingales, (1998) "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, vol. 53, N. 1, pp. 27-64.

Rossi, S. (2006), "La regina e il cavallo. Quattro mosse contro il decline", Laterza, Roma-Bari.

Rossi. S., (2013), "Crescita, innovazione e finanza in Italia. Il ruolo delle banche popolari", intervento al convegno "Banche popolari e imprese innovative. Cooperare per crescere", Bergamo, 22 febbraio 2013.

Rossi. S., (2014), "Una finanza per lo sviluppo", Intervento presso la Banca Popolare di Sondrio, Sondrio, 12 settembre 2014.



3. I MINIBOND PER IL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE: ASPETTI TECNICI E EVOLUZIONE DEL MERCATO ITALIANO[♦]

Introduzione

In Italia, come nella maggior parte dei sistemi bancocentrici, le banche hanno svolto – e continueranno a svolgere – un ruolo fondamentale nel processo di finanziamento dell'economia reale. La loro propensione a svolgere quasi essenzialmente attività di intermediazione tradizionale ha consentito al nostro sistema bancario di reggere l'urto delle fasi iniziali di una crisi scoppiata sui mercati esteri fortemente permeati da prodotti finanziari speculativi. Tuttavia, il perdurare della recessione unito alle conseguenze della crisi del debito sovrano hanno avuto ricadute fortemente negative anche sul sistema bancario.

FIG.1 - I prestiti bancari alle imprese (tasso variazione tendenziale)



Fonte: Banca d'Italia

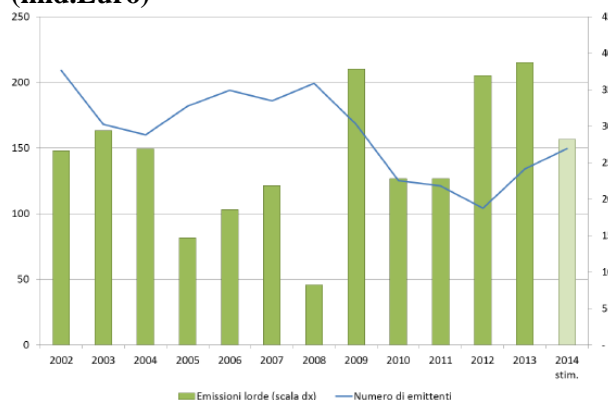
Come mostra la FIG. 1 il credito complessivo all'economia italiana è in tendenziale diminuzione dal 2007 (sia per una calo della domanda che per una riduzione dell'offerta). In un contesto di persistente incertezza circa i tempi e l'intensità

[♦] A cura di Alberto Banfi e Francesca Pampurini.

Gli autori ringraziano Valerio Bacuzzi per la messa a disposizione di alcune statistiche e informazioni sulle emissioni di minibond.

della ripresa, le imprese hanno ridotto la domanda di credito. Quelle di maggiore dimensione hanno accresciuto il ricorso al mercato obbligazionario tanto che nel 2013 i collocamenti di titoli da parte di emittenti italiani sono stati quasi il doppio rispetto a quelli degli anni precedenti la crisi (FIG. 2).

FIG. 2 - Accesso al mercato obbligazionario (mld.Euro)



Fonte: Banca d'Italia

Le restrizioni all'offerta di credito colpiscono in misura maggiore le imprese piccole e medie, generalmente più rischiose e ora particolarmente indebolite dalla recessione. In questo quadro, preoccupa la difficoltà nel reperire finanziamenti da parte di aziende dotate di favorevoli opportunità di crescita ma prive di accesso diretto al mercato dei capitali¹.

Il principale ostacolo all'offerta di finanziamenti è costituito dall'elevato rischio di credito solo parzialmente compensato dalla concessioni di garanzie pubbliche.

L'elevato indebitamento e la forte dipendenza dal credito bancario hanno favorito la sottocapitalizzazione delle imprese italiane, storicamente caratterizzate da alti livelli di debito e scarso capitale proprio se confrontate con le economie occidentali più sviluppate (FIGG. 3 e 4).

¹ Cfr. Banca d'Italia, Relazione sul 2013. Considerazioni finali del Governatore.



FIG. 3 – Grado di leverage: raffronto Italia e Area Euro

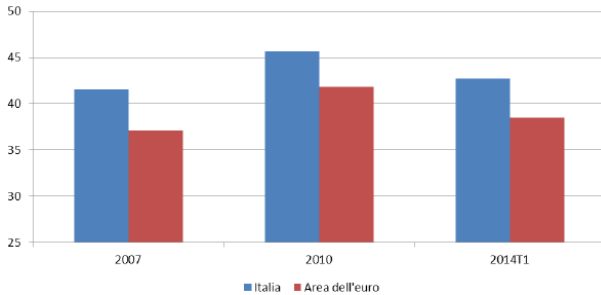
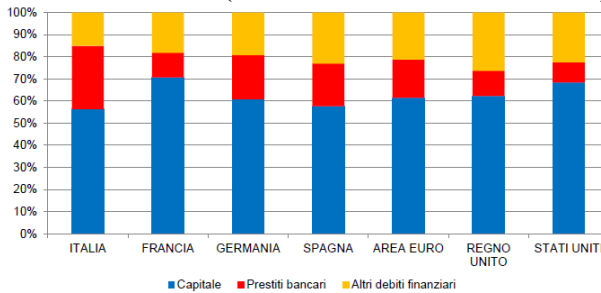


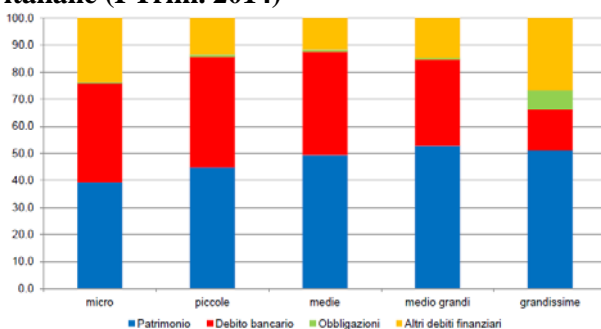
FIG. 4 - Composizione del passivo delle imprese: raffronto Italia e principali paesi avanzati (I Trim. 2014)



Fonte: Banca d'Italia

Lo sbilanciamento della struttura finanziaria delle imprese italiane verso il debito bancario risulta ancor più grave nel caso delle piccole e medie imprese (FIG. 5) che rappresentano la quasi totalità del tessuto produttivo del nostro paese.

FIG.5 - Composizione del passivo delle PMI italiane (I Trim. 2014)



Fonte: Banca d'Italia

Per far fronte a tale situazione i governi che si sono succeduti nell'ultimo biennio hanno varato una serie di riforme strutturali volte a rilanciare la crescita e agevolare il reperimento di capitale di rischio al fine di incoraggiare gli imprenditori a impegnare risorse proprie.

Tra i principali interventi del governo a favore delle piccole e medie imprese rientra la promozione dei minibond, ossia i titoli di debito emessi da società che non hanno azioni quotate su mercati regolamentati.

1. Le innovazioni nel contesto normativo

Nel 2012 il governo italiano ha dato avvio ad un programma di interventi a sostegno delle imprese italiane con un duplice obiettivo: incentivare l'impresa a ridurre la tradizionale dipendenza dal credito bancario a favore di una maggior diversificazione delle fonti di finanziamento e un maggior ricorso al mercato; contribuire all'ampliamento del mercato di strumenti finanziari offrendo nuove opportunità di investimento nel segmento corporate.

Le principali novità sono riconducibili ad una serie di interventi legislativi che hanno modificato il quadro normativo relativo all'emissione di titoli di debito da parte delle imprese non quotate e di minori dimensioni. Gli strumenti di finanziamento emessi sulla base di tali disposizioni vengono comunemente definiti minibond.

I minibond rappresentano dei titoli di debito a medio-lungo termine emessi da società non quotate nei mercati regolamentati (società di capitali, società cooperative e mutue assicuratrici) che godono del regime civilistico e fiscale più favorevole, che fino al 2012 era riservato alle sole società quotate². Le principali novità sono riconducibili non tanto alle caratteristiche morfologiche di questi strumenti, quanto piuttosto

² Cfr. Broccardo, Erzegovesi, 2014.



al contesto regolamentare di riferimento³. Le novità regolamentari introdotte sono principalmente finalizzate a dare un impulso alla ripresa del tessuto imprenditoriale italiano e pertanto presentano un focus specifico con riferimento sia ai destinatari della disciplina, sia agli strumenti finanziari oggetto di innovazione. Ciò in quanto in questi anni di crisi le imprese di maggiori dimensioni sono state le uniche che hanno potuto aumentare il ricorso al mercato diminuendo il debito bancario, mentre lo stesso fenomeno non è avvenuto per le società di dimensione intermedia per le quali si osserva una diminuzione dell'attività di emissione con un conseguente aumento del peso del debito bancario tra le fonti di finanziamento.

Pertanto, i destinatari della nuova disciplina risultano principalmente essere le piccole e medie imprese, dove per piccole imprese si intendono le aziende con meno di 50 dipendenti - con un fatturato annuo oppure con un totale di bilancio inferiore a 10 milioni di Euro; mentre per medie imprese si intendono quelle con meno di 250 dipendenti - con un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di Euro o con un totale di bilancio non superiore a 43 milioni di Euro⁴. Restano dunque escluse dalle agevolazioni della recente disciplina le micro imprese, le banche e le aziende in fase di start-up che hanno meno di quattro anni di attività⁵.

³ La nuova disciplina si fonda su quattro interventi normativi: il Decreto Sviluppo (DL n. 83 del 22 giugno 2012 convertito nella legge n. 134 del 7 agosto 2012) il Decreto Crescita, noto anche come Decreto Sviluppo bis (DL n. 179 del 18 ottobre 2012 convertito nella legge n. 221 del 17 dicembre 2012), il Decreto Destinazione Italia (DL n. 145 del 23 dicembre 2013 convertito nella legge n. 9 del 21 febbraio 2014) e il Decreto Competitività (DL n. 91 del 2014 convertito in legge il 7 agosto 2014).

⁴ Cfr. Commissione Europea, Raccomandazione 2003/361 del 6 maggio 2003.

⁵ Attualmente il mini-pacchetto sulle startup innovative che il Ministero dello Sviluppo Economico vorrebbe agganciare alla legge di stabilità prevede l'estensione da

Per quanto concerne invece gli strumenti finanziari oggetto di attenzione da parte del legislatore le categorie individuate nei decreti sono essenzialmente tre: le cambiali finanziarie, i titoli di debito a medio e lungo termine e le obbligazioni subordinate e partecipative. Nei primi due casi si tratta di strumenti già utilizzati dalle imprese nei confronti dei quali i recenti decreti propongono delle modifiche e delle integrazioni rispetto al precedente assetto normativo; al contrario, le obbligazioni subordinate e partecipative vengono istituite *ex novo* con l'obiettivo di agevolare le imprese che escono dalla fase di start-up o che devono operare una ristrutturazione finanziaria.

Per quanto concerne le cambiali finanziarie viene modificata la loro durata portandola ad un massimo di tre anni (mantenendo in un mese la durata minima) e viene consentita per la prima volta l'emissione in forma dematerializzata⁶. Con riferimento alle obbligazioni la principale novità introdotta riguarda la possibilità di derogare ai limiti quantitativi stabiliti dal codice civile. Normalmente, infatti, le obbligazioni non possono essere emesse per un ammontare superiore al doppio del capitale sociale (più le riserve); nella fattispecie in esame è concessa una deroga a tale limite per le società con azioni quotate su un mercato regolamentato oppure nel caso in cui i titoli eccedenti tale limite siano destinati ad investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale. La nuova disciplina estende la possibilità di derogare alla normativa civilistica anche alle società per azioni non quotate le cui obbligazioni vengano destinate alla negoziazione

quattro a cinque anni del periodo agevolato in cui le imprese possono essere considerate start-up. Cfr.

⁶ La nuova normativa richiede anche che l'emissione sia assistita da uno sponsor (che può essere una banca, una SGR, una SICAV o un intermediario iscritto all'elenco previsto dall'art. 107 del TUB) e che almeno l'ultimo bilancio dell'emittente sia stato assoggettato a revisione contabile. Inizialmente questa regola valeva anche per i minibond, ma poi quando il decreto è stato convertito in legge la regola è rimasta solo per le cambiali finanziarie.



su un mercato regolamentato o su un Multilateral Trading Facility⁷ (MTF) oppure qualora i titoli vengano collocati presso investitori qualificati⁸.

La possibilità di aumentare il finanziamento attraverso titoli di debito (e cambiali finanziarie) oltre il limite imposto dal codice civile rappresenta una novità di estrema rilevanza in quanto può più agevolmente consentire alle piccole e medie imprese di emettere obbligazioni per importi sufficienti al finanziamento di veri e propri progetti di crescita e di sviluppo.

La nuova disciplina, infine, ha regolamentato per la prima volta una fattispecie di obbligazioni ibride, denominate “obbligazioni subordinate partecipative”, che consistono in titoli di debito con clausole di partecipazione agli utili e di subordinazione. Si tratta di titoli di debito con scadenza uguale o superiore a 5 anni che incorporano due particolari condizioni: la clausola di subordinazione, che definisce i termini di postergazione del detentore del titolo ai diritti degli altri creditori della società, ad eccezione dei sottoscrittori del solo capitale sociale; la clausola di partecipazione, che regola la parte del corrispettivo spettante al portatore del titolo

⁷ I Multilateral Trading Facilities o Sistemi Multilaterali di Negoziazione (che nella precedente normativa erano definiti ATS - Alternative Trading Systems) sono circuiti di negoziazione alternativi ai mercati regolamentati, gestiti da soggetti privati, che permettono l'acquisto e la vendita di strumenti finanziari mediante l'incontro di interessi di negoziazione da parte di una pluralità di soggetti e in base a regole non discrezionali.

⁸ In base alle disposizioni della disciplina MiFID gli investitori qualificati sono in tutto e per tutto equiparati agli investitori professionali e sono disciplinati nel Regolamento Consob n. 16190/2007 (Regolamento Intermediari). Essi sono clienti che possiedono l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assumono. Pertanto l'attuale disciplina consente agli intermediari che interagiscono con tali soggetti di derogare ad alcune regole di condotta normalmente previste ai fini della tutela dei clienti *retail*.

obbligazionario, commisurandola al risultato economico dell'impresa emittente.

1.1 Le agevolazioni fiscali

Sono stati introdotti anche benefici fiscali con il duplice obiettivo di rendere meno onerosa l'emissione di obbligazioni da parte delle piccole e medie imprese e di incentivare potenziali investitori a sottoscrivere tali nuovi strumenti di finanziamento. I benefici fiscali variano in relazione alla quotazione o meno degli strumenti finanziari e sono riconducibili a tre categorie di agevolazioni: la deducibilità degli interessi passivi, l'esenzione della ritenuta sugli interessi pagati e l'immediata deducibilità dei costi inerenti l'emissione.

Sino al 2012 la normativa fiscale italiana si basava sul presupposto che le società non quotate avessero interesse ad utilizzare titoli di debito esclusivamente con finalità elusive in quanto erano considerati succedanei del capitale proprio o di altre forme di finanziamento da parte dei soci. Per tale motivo alle società non quotate veniva di fatto preclusa la possibilità di dedurre gli interessi passivi corrisposti sulle obbligazioni, azzerando di fatto la convenienza e l'opportunità di questa forma di finanziamento. Le innovazioni introdotte hanno modificato il presupposto normativo spostando l'attenzione dal soggetto emittente all'oggetto dell'emissione: il criterio in base al quale cessa il presupposto elusivo è la quotazione del titolo obbligazionario (e non delle azioni della società emittente) oppure la sua circolazione tra investitori qualificati. Nello specifico viene estesa la possibilità di dedurre gli interessi sulle obbligazioni e su titoli similari anche alle società non quotate qualora gli strumenti emessi vengano quotati presso un mercato regolamentato o un MTF dell'Unione Europea oppure nel caso in cui, pur non essendo quotati, essi siano detenuti da investitori qualificati che non siano in possesso di una partecipazione rilevante nella medesima



società (partecipazione diretta o indiretta superiore al 2%) e siano residenti in Italia (o in un paese della *white list*)⁹.

Una seconda agevolazione fiscale riguarda direttamente gli investitori che sottoscrivono i minibond o gli altri strumenti oggetto di innovazione: infatti, viene consentito l'ampliamento dei soggetti che possono godere dell'esenzione dall'applicazione della ritenuta fiscale sugli interessi derivanti da obbligazioni e titoli simili. Se in precedenza essa era prevista soltanto con riferimento a strumenti emessi da banche e da società con azioni quotate (e da enti pubblici economici trasformati in spa), ora viene estesa anche agli strumenti obbligazionari (e alle cambiali finanziarie) emessi da società non quotate purché tali strumenti siano quotati su mercati regolamentati o su MTF di stati membri dell'UE o appartenenti alla *white list*.

Il nuovo quadro normativo ha esteso i vantaggi derivanti dall'esenzione dalla ritenuta fiscale a due categorie di soggetti ritenute fondamentali ai fini dello sviluppo del mercato dei minibond: gli investitori esteri e alcune categorie di investitori istituzionali italiani il cui patrimonio sia prevalentemente investito in cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili. Nel primo caso, ciò ha consentito agli investitori residenti in paesi appartenenti alla *white list* l'esonero dalla ritenuta fiscale sui proventi derivanti dall'investimento in minibond, creando quindi i presupposti per rendere più competitivo tale investimento anche a livello internazionale. Nel secondo caso, la medesima agevolazione si applica ad alcune particolari categorie di investitori istituzionali italiani quali, ad esempio, gli OICR e i fondi pensione. Con riferimento agli OICR, viene eliminato il meccanismo della doppia tassazione: una prima

volta in capo all'OICR stesso al momento della corresponsione dei proventi derivanti dal titolo obbligazionario e una seconda volta in capo all'investitore finale al momento della percezione dei proventi derivanti dalla partecipazione all'OICR. Anche per i fondi pensione è stata prevista l'inclusione degli interessi e degli altri proventi nel risultato maturato della gestione da assoggettare ad imposta sostitutiva dell'11%.

Infine, la terza categoria di agevolazioni fiscali finalizzata a dare un impulso al mercato dei minibond riguarda la deducibilità degli oneri di emissione per cui gli emittenti di minibond e titoli simili hanno la possibilità di dedurre tali costi integralmente e immediatamente, ossia nel medesimo periodo di imposta in cui sono stati sostenuti.

1.2 I potenziali sottoscrittori di minibond

Un ulteriore e importante impulso allo sviluppo del mercato dei minibond è riconducibile all'ampliamento della platea di potenziali sottoscrittori coinvolgendo anche altre categorie di investitori istituzionali e i veicoli di investimento specializzati in operazioni di cartolarizzazione, *asset backed securities* e *credit fund*. In particolare è stata oggetto di modifica la precedente legge 130/99 sulla cartolarizzazione con l'obiettivo di incentivare gli investitori istituzionali a sottoscrivere titoli derivanti dalla cartolarizzazione di crediti alle piccole e medie imprese rappresentati da minibond, concedendo maggiore flessibilità nella strutturazione delle operazioni di cartolarizzazione sia dal punto di vista dei soggetti acquirenti i titoli, sia dal punto di vista delle tipologie di titoli che possono essere oggetto di cartolarizzazione. Viene infatti prevista la possibilità di includere tra le attività sottostanti ammesse alla cartolarizzazione anche le obbligazioni e i titoli simili (ad esclusione di alcune categorie ibride e convertibili) ancorché emesse per importi estremamente ridotti; ciò rende

⁹ Si ricorda che tutte le società di capitali sono soggette ad un limite generale di deducibilità degli interessi passivi (al netto degli interessi attivi) nella misura del 30% del ROL.



possibile sfruttare queste forme tecniche per strutturare minibond di filiera o di distretto (i cosiddetti cluster bond)¹⁰.

L'innovazione regolamentare estende inoltre l'incentivo a sottoscrivere minibond anche alle imprese di assicurazione e ai fondi pensione poiché include per la prima volta i titoli cartolarizzati, aventi come sottostante un portafoglio di minibond, tra le attività idonee a coprire le riserve tecniche delle assicurazioni (entro i limiti stabiliti dall'Ivass) e tra le attività compatibili con i limiti previsti per gli investimenti dei fondi pensione.

Infine, anche alle banche viene riconosciuta la possibilità di emettere covered bond per i quali la garanzia sottostante è rappresentata da crediti verso le piccole e medie imprese, minibond e titoli cartolarizzati da portafogli di strumenti similari.

2. L'emissione e la negoziazione di minibond

Il mercato dei minibond si sta progressivamente sviluppando in Italia poiché fornisce alle piccole e medie imprese una fonte di finanziamento alternativa rispetto al credito bancario. La convenienza del canale di finanziamento diretto rappresenta un fattore fondamentale in grado di influenzarne la crescita nel prossimo futuro, tuttavia la sua valutazione risulta piuttosto delicata in quanto si basa su molteplici fattori anche di tipo non espressamente monetario. Si pensi ad esempio

alla possibilità di ottimizzare la struttura finanziaria dell'azienda grazie ad una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento e ad un allungamento della durata media del debito che permette il conseguimento di una maggior coerenza tra la *duration* dell'attivo e del passivo e dunque un miglior equilibrio economico e patrimoniale. Un ulteriore effetto positivo derivante dal ricorso al canale diretto è riconducibile al fatto che l'emissione di obbligazioni non comporta alcuna segnalazione presso le banche dati quali Crif e Centrale Rischi e non prevede garanzie aziendali o personali, pertanto l'emittente mantiene inalterata la propria capacità di accesso al credito bancario.

Tra gli obiettivi perseguiti dal legislatore vi è certamente quello di stimolare l'emissione di minibond e di promuovere la costituzione di un mercato secondario in grado di dare liquidità a tali strumenti; infatti, le nuove norme prevedono una serie di semplificazioni a favore degli emittenti in tema di adempimenti informativi nei confronti degli investitori. Nello specifico l'impresa che emette minibond, anche se non quotata, è sollevata dall'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo (preventivamente approvato dall'autorità di mercato) qualora l'emissione presenti determinate caratteristiche: sia riservata a investitori qualificati (che si impegnano a non rivendere nei 12 mesi successivi), oppure ad un numero di soggetti, anche non qualificati, inferiore a 150, oppure sia di ammontare totale inferiore a 5 milioni di Euro, oppure con un taglio minimo superiore a 100 mila Euro. Allo stesso modo, con i minibond è possibile derogare alla disciplina relativa all'informativa obbligatoria a carico degli emittenti di strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in maniera rilevante strutturando l'emissione in modo tale che il valore complessivo sia inferiore a 5 milioni di Euro o il numero di obbligazionisti inferiore a 500 ed evitando di

¹⁰ La rinascita del circuito delle operazioni di *securitization* è ormai da qualche tempo considerata dalla Banca Centrale Europea e dalle Commissioni Europee come una delle leve di intervento importanti per mitigare il problema dell'accesso al credito delle piccole e medie imprese. Le imprese finanziate i cui debiti sono oggetto di *securitization* possono usufruire di vantaggi di costo corrispondenti al vantaggio di liquidità per la banca. Gli investitori possono accedere a titoli obbligazionari attrattivi in termini di rischio-rendimento. In teoria, quindi, l'operazione di *securitization* permette una redistribuzione dei rischi verso il mercato dei capitali e allarga la dimensione del *funding* disponibile. Si veda al riguardo anche il contributo in questo numero di Fiorenzo Di Pasquali.



quotare il titolo su un mercato regolamentato in favore di un MTF o di un *private placement*¹¹.

Gli strumenti obbligazionari emessi da società non quotate su mercati regolamentati sono destinati ad un mercato che presenta caratteristiche assai variegata con riferimento sia alle categorie di investitori sia alle caratteristiche degli strumenti negoziati. In particolare in Italia il mercato dei corporate bond si presenta ancora in uno stadio embrionale per via della nota attitudine degli imprenditori a finanziare la propria attività esclusivamente attraverso il canale bancario. Con le agevolazioni civilistiche e fiscali introdotte, il legislatore ha voluto fornire al tessuto imprenditoriale delle nostre piccole e medie imprese una serie di strumenti e incentivi in grado di trasformare il disagio derivante dalla restrizione del credito bancario in una opportunità di ripresa attraverso il canale del finanziamento diretto. I principali destinatari di questi strumenti obbligazionari emessi di società non quotate sono gli investitori istituzionali sia nazionali che internazionali, mentre restano esclusi gli investitori *retail* per i quali il livello di rischio di questa categoria di investimenti non risulta adeguato. Nell'esperienza internazionale - legata principalmente ai mercati di matrice anglosassone - questa tipologia di strumenti viene collocata attraverso i cosiddetti *private placement*, ossia accordi privati basati sulla contrattazione diretta tra emittente e investitori professionali. In Europa il mercato più ricco di operazioni di *private*

placement è quello tedesco, denominato "Schuldschein"¹², ma in realtà esiste un potenziale molto alto anche in altri paesi quali l'Italia.

Il processo di emissione di minibond risulta notevolmente più agile rispetto all'emissione di un titolo destinato al mercato regolamentato, tuttavia richiede l'espletamento di una serie di adempimenti normativi e regolamentari e la partecipazione di diversi soggetti. In molti casi tuttavia, se affrontato seriamente da parte della proprietà e del management, rappresenta anche un'opportunità per l'azienda emittente per ottimizzare la struttura della *corporate governance*, il processo di pianificazione finanziaria e la propria visibilità verso il mondo esterno.

Generalmente durante il processo di emissione l'emittente è assistito da un professionista, che svolge il ruolo di *advisor* dell'operazione fornendo assistenza, verificando la fattibilità dell'emissione e accompagnando la società in tutto il processo. Sicuramente un fattore cruciale nelle emissioni di minibond è rappresentato dall'eventuale disponibilità di un rating. Dal momento che i minibond vengono tipicamente emessi da società di dimensioni esigue e non molto conosciute a livello internazionale, non è possibile fare affidamento sulla valutazione effettuate dalle grandi società di rating internazionali; a tal fine sono attualmente presenti in Italia due società di rating riconosciute da ESMA e CONSOB, orientate verso il suddetto segmento di mercato: CRIF S.p.a e Cerved Group S.p.a..

Solo nel caso in cui l'emissione di minibond sia destinata ad essere quotata l'emittente, con il supporto di un *arranger* e di uno studio legale, deve svolgere ulteriori incarichi. Nel caso del mercato italiano questi consistono nella redazione del documento di ammissione, nella richiesta del codice ISIN, nella pubblicazione degli ultimi due bilanci (di cui l'ultimo sottoposto a revisione), nella richiesta di ammissione alla negoziazione,

¹¹ La nuova disciplina ha ulteriormente agevolato l'emissione di strumenti di debito, disponendo l'estensione dell'esenzione dalla ritenuta alla fonte su interessi e proventi corrisposti su obbligazioni non quotate e detenute da investitori qualificati (*private placement*), l'estensione dell'esenzione dalla ritenuta alla fonte su interessi e proventi delle obbligazioni corrisposti alle società di cartolarizzazione che li sottoscrivono e l'estensione dell'imposta sostitutiva anche sulla cessione di crediti garantiti ed eliminazione dell'imposizione su garanzie accessorie. Cfr. Maggiore, 2014.

¹² Cfr. KPMG, 2013.



nella pubblicazione del documento di ammissione e nell'accentramento dei minibond presso Monte Titoli.

In base al tipo di società emittente e al tipo di titoli oggetto di emissione il processo di emissione può durare dai due ai quattro mesi¹³. L'iniziativa di maggior rilievo finalizzata ad aprire nuovi spazi sul mercato delle obbligazioni delle piccole e medie imprese è certamente riconducibile all'apertura del Segmento professionale del mercato ExtraMot di Borsa Italiana, denominato ExtraMot Pro, organizzato in forma di MTF e destinato ad accogliere le emissioni e le successive negoziazioni di strumenti di debito e *project bond* in grado di attrarre l'interesse degli investitori professionali.

ExtraMot Pro è un MTF riservato a investitori professionali istituito da Borsa Italiana nel febbraio del 2013 che offre ad emittenti e investitori un'opportunità del tutto comparabile con altre piazze Europee - quali Luxembourg Stock Exchange e Irish Stock Exchange - consentendo alle piccole e medie imprese italiane la possibilità di quotare i propri strumenti di debito su un mercato nazionale. I requisiti di accesso e gli obblighi informativi sono particolarmente ridotti¹⁴: per quotare un minibond è sufficiente aver pubblicato e depositato i bilanci degli ultimi due esercizi (di cui almeno l'ultimo assoggettato a revisione contabile) e presentare un documento di ammissione nel quale vengono riportate soltanto alcune delle informazioni già previste dalla Direttiva Prospetti (Direttiva 2003/71/CE) ossia: i nominativi dei responsabili della società, i fattori di rischio, le informazioni sull'emittente, la struttura organizzativa, i principali azionisti, le informazioni finanziarie dell'azienda o in alternativa l'ultimo bilancio, le caratteristiche degli strumenti finanziari oggetto di emissione e l'ammissione alle negoziazioni con relative modalità. Inoltre, nel

caso in cui la società emittente sia già quotata su un mercato regolamentato o su un MTF è sufficiente fornire soltanto le informazioni riguardanti gli strumenti in emissione e l'ammissione alle negoziazioni¹⁵. Anche i requisiti successivi alla quotazione su ExtraMot Pro sono piuttosto snelli e prevedono la pubblicazione del bilancio (sottoposto a revisione contabile), la comunicazione del rating ove presente, la diffusione delle informazioni *price sensitive* e le informazioni tecniche relative alle cedole, all'ammortamento e all'eventuale rimborso anticipato. Il Regolamento di Borsa Italiana non richiede esplicitamente la presenza di un intermediario sponsor né di uno *specialist* a supporto della liquidità dei titoli, tuttavia è possibile dare incarico ad un operatore di essere presente sul lato *bid* del mercato per soddisfare le richieste degli investitori che necessitano di un prezzo ufficiale a fini contabili o di *risk management*.

Per quanto concerne i costi legati all'emissione di minibond, essi sono riconducibili al tasso di interesse, ai costi legali, ai costi di revisione contabile, alla realizzazione di un business plan, al rating, alla predisposizione del report informativo periodico e alle commissioni di collocamento. Nel caso in cui i minibond vengano ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o un MTF si aggiungono anche i costi di quotazione.

L'entità del tasso di interesse dipende da diversi elementi quali il rating o comunque il livello di rischio dell'emittente, lo spread espresso dal mercato per obbligazioni che presentano il medesimo rischio di credito, le caratteristiche morfologiche dei titoli oggetto di emissione,

¹⁵ Qualora gli strumenti di debito siano stati collocati attraverso un *private placement* presso investitori professionali all'ingrosso (in conformità con la Rule 144a della Sec) oppure siano stati quotati presso mercati regolamentati o MTF esteri è possibile presentare unicamente l'*Offering Memorandum*.

¹³ Cfr. Maggiora, 2014.

¹⁴ Cfr Broccardo, Erzegovesi, 2014.



l'eventuale presenza di garanzie e il premio per l'illiquidità richiesto dall'investitore. I costi legali, invece, sono riconducibili all'eventuale revisione dello statuto della società (se necessario), alla redazione del regolamento del prestito, a tutte le pratiche inerenti alla eventuale quotazione, alla predisposizione del contratto di sottoscrizione da sottoporre agli investitori e del contratto per il conferimento dell'incarico alla banca agente. Attualmente le stime relative ai costi legali variano tra lo 0,50% e lo 0,75% del valore nominale in emissione¹⁶. Anche per la revisione del bilancio il costo è variabile ma si parte da un minimo di 10.000 – 15.000 Euro; a questa somma deve essere aggiunto il costo di una *limited review* specifica di alcune poste di bilancio qualora venga espressamente richiesta dall'investitore. L'entità di questa voce varia, in funzione della tipologia di impresa e del livello di fatturato, da un minimo di circa 3.000 Euro ad un massimo di circa 9.000 Euro. Per la predisposizione e la verifica del *business plan* l'*advisor* finanziario richiede una commissione che mediamente parte da un minimo di 4.000 Euro e aumenta in funzione del fatturato. Qualora venga richiesto anche il rating, ciò presuppone un costo il cui ammontare varia in funzione del fatto che il giudizio di rating sia ad uso interno oppure esterno; mediamente tale importo parte da un minimo di 15.000 Euro, ma, a differenza dei costi una tantum, il rating richiede un aggiornamento su base annuale, pertanto rappresenta un costo ricorrente. Nel caso in cui l'emissione non venga integralmente sottoscritta da un unico investitore, l'*advisor* finanziario – generalmente la banca – chiede un'ulteriore commissione per la ricerca di nuovi investitori il cui ammontare varia tra l'1% e il 2% del valore nominale oggetto dell'emissione. Infine, qualora lo strumento obbligazionario venga quotato l'emittente dovrà sostenere i costi di quotazione; nel caso del mercato ExtraMot Pro il corrispettivo

è pari a 2.500 Euro una tantum (tale importo scende a 500 Euro qualora l'emittente abbia già altri strumenti quotati su un altro mercato o MTF).

3. Analisi delle emissioni quotate sul mercato ExtraMot Pro

A fine ottobre 2014 risultano quotate su ExtraMot Pro 72 società per un controvalore totale delle emissioni di 4.280 milioni di Euro. Il numero di emissioni effettuate è pari a 91 in rappresentanza di due categorie di strumenti emessi che mostrano caratteristiche assai diverse: infatti vi sono 62 emissioni di titoli di diritto italiano (effettuate da 58 società) per un controvalore totale di poco inferiore a 585 milioni di Euro, e 29 emissioni di obbligazioni *high yield* di diritto estero riconducibili a 14 emittenti di medio-grandi dimensioni, per un totale che sfiora i 3.700 milioni di Euro¹⁷.

Per tutto il 2013 e per buona parte del 2014 il mercato italiano dei minibond è riuscito ad attrarre quasi esclusivamente l'interesse dei grandi emittenti che hanno trovato per la prima volta in Italia un mercato competitivo rispetto al mercato internazionale degli *high yield corporate bond*; la maggior parte delle emissioni è riconducibile ad aziende con un rating di tipo *speculative grade* e spesso è finalizzata a sostenere operazioni di *leveraged finance* poste in essere su gruppi italiani da operatori di *private equity*¹⁸. Le società emittenti appartengono tutte a gruppi industriali particolarmente articolati in grado di sfruttare la leva del debito per mantenere una *governance* relativamente concentrata e sfruttare al massimo i benefici fiscali derivanti dalla deducibilità degli

¹⁷ Le emissioni di diritto estero sono operazioni in conformità con la Rule 144a ossia la normativa della Sec statunitense che agevola gli emittenti che intendono collocare i propri strumenti attraverso *private placement* presso investitori istituzionali qualificati esonerandoli dall'informativa sulla *disclosure* e sulla protezione dell'investitore con un notevole risparmio in termini di costi e tempi.

¹⁸ Cfr. Broccardo, Erzegovesi, 2014.

¹⁶ Cfr. Belli, 2014.



interessi passivi. Su 29 emissioni 21 sono oggetto di *double quotation* sulle piazze finanziarie di Irlanda o Lussemburgo. Quasi tutte le emissioni (tranne tre) sono accompagnate da un rating emesso da un'agenzia internazionale che varia tra B+, B e B- nel caso di S&P oppure tra B1 e B2 nel caso di Moody's; tale giudizio è rappresentativo non soltanto della capacità dell'impresa di generare cassa ma anche della capacità dell'emittente di rifinanziare il debito in scadenza con nuove emissioni sia di debito che di capitale. Questo è anche il motivo per cui tutte queste obbligazioni presentano una modalità di rimborso in unica soluzione alla scadenza.

Pertanto, gli emittenti che hanno popolato la fase di avvio del mercato ExtraMot Pro sono aziende di elevato standing, con un fatturato annuo mediamente superiore a 500 milioni di Euro e un totale attivo che varia tra i 200 milioni e 1,7 miliardi di Euro: cioè si tratta di aziende ben distanti dal concetto di piccola e media impresa a cui si è ispirato il nostro legislatore. Il controvalore di ciascuna emissione di tali obbligazioni varia da un minimo di 50 ad un massimo di 780 milioni di Euro e in tutti i casi il taglio minimo dei certificati è di 100 mila Euro. Nella maggior parte dei casi i titoli corrispondono un tasso fisso (soltanto in 7 casi si osserva una cedola variabile indicizzata all'euribor più uno *spread*) e la durata è compresa tra 4 e 7 anni.

Questi titoli, sebbene siano negoziati sul segmento ExtraMot Pro, non possono essere considerati minibond a tutti gli effetti in quanto nascono da esigenze aziendali molto diverse rispetto al normale fabbisogno di finanziamento di una piccola e media impresa e sono generalmente destinati ad investitori professionali con un profilo di rischio-rendimento piuttosto elevato. Grazie quindi alle novità introdotte da tale nuova disciplina (soprattutto in materia di agevolazioni fiscali) anche i grandi emittenti hanno trovato convenienza a quotare i propri strumenti di debito

sul mercato ExtraMot Pro contribuendo così a rendere visibile anche in Italia una parte di mercato internazionale che all'estero esisteva ormai da parecchio tempo.

Il mercato delle corporate bond delle piccole e medie imprese ha preso avvio (dopo una fase iniziale di incertezza) proprio anche sulla spinta di questi operatori e un numero sempre maggiore di tali emittenti ha fatto il proprio ingresso sul mercato ExtraMot Pro.

L'ammontare medio delle emissioni effettuate da queste imprese di dimensione più ridotta si attesta su importi ovviamente molto più contenuti che variano da un minimo di 114 mila Euro ad un massimo di 50 milioni di Euro (ma solo una ventina di emissioni ha avuto un controvalore superiore a 10 milioni di Euro). Nella maggior parte dei prestiti la durata non supera i sette anni¹⁹ e presentano una cedola fissa (tranne per 4 emissioni); il rating è disponibile in pochi casi ed è comunque calcolato da Cerved o Crif. Le aziende emittenti presentano uno standing inferiore rispetto ai casi visti in precedenza, si tratta di società con un fatturato che mediamente si aggira sui 77 milioni di Euro e un totale attivo pari in media a 124 milioni di Euro. Sono quasi tutte società per azioni tranne il caso di 7 società a responsabilità limitata e una società cooperativa.

¹⁹ Tranne il caso di una serie di emissioni congiunte effettuate da alcune società venete di gestione delle acque, appartenenti al consorzio Viveracqua, che presentano tutte una durata ventennale.

**TAB. 1 - Classificazione degli emittenti titoli di diritto italiano in funzione della loro dimensione**

Fatturato > 50 milioni	Fatturato < 50 milioni	Fatturato < 10 milioni
Alessandro Rosso Group S.P.A.	Acque Del Basso Livenza S.P.A.	C.A.A.R. Consulting Automotive Aerospace Railway S.P.A.
Buscaini	Acque Del Chiampo S.P.A.	Dynamica
Coswell S.P.A.	Acque Vicentine S.P.A.	Enna - Green Arrow 11 – S.R.L.
Estra - E.S.Tr.A. S.P.A. Energia Servizi Territorio Ambiente In Forma Abbreviata E.S.Tr.A. S.P.A.	Alto Vicentino Servizi S.P.A.	Ett S.P.A.
Etra - Energia Territorio Risorse Ambientali - Etra S.P.A.	Azienda Servizi Integrati S.P.A. - In Forma Abbreviata A.S.I. S.P.A.	Fide Spa
Eurotranciatura S.P.A.	Bim Gestione Servizi Pubblici S.P.A.	Fri-El Biogas Holding - S.R.L. % Fri-El Biogas Holding - G.M.B.H.
Global System International S.P.A. In Forma Abbreviata G.S.I. S.P.A. Con O Senza Interpunzioni	Bomi Italia S.P.A.	Innovatec S.P.A.
Grafiche Mazzucchelli S.P.A. Od In Forma Abbreviata Gm S.P.A.	Centro Veneto Servizi S.P.A. Con Sigla (C.V.S. S.P.A.)	Istituti Finanziari Riuntit S.P.A.
Imi Fabi S.P.A.	Enerventi S.P.A.	Jsh Group S.P.A.
Inglass S.P.A.	Exprivia Healthcare It S.R.L.	Microcinema S.P.A.
Ital Tbs Telematic & Biomedical Services S.P.A.	Filca Cooperative Società Cooperativa	Molinari Spa
Milleuno S.P.A.	Finanziaria Internazionale Holding S.P.A.	Primi Sui Motori S.P.A.
Rigoni Di Asiago S.R.L.	Geodata Engineering S.P.A.	Rsm Italy Audit & Assurance S.R.L.
S.G.G. Holding S.P.A.	Gpi S.P.A.	Sudcommerci S.R.L.
S.I.G.I.T. - Società Italiana Gomma Industriale Torino - S.P.A.	Gruppo Psc S.P.A. In Breve Psc S.P.A.	
S.I.P.C.A.M. Società Italiana Prodotti Chimici E Per L'agricoltura Milano - S.P.A.	Iacobucci Hf Aerospace S.P.A.	
Selle Royal S.P.A.	Ipi S.P.A.	
Ternienergia S.P.A.	Mep S.P.A.	
Tesmec Spa	Meridie	
Trevi - Finanziaria Industriale S.P.A.	Mpg - M.P.G. Manifattura Plastica S.P.A.	
	Sea Spa	
	TESI SPA	

Fonte: nostra elaborazione su dati Borsa Italiana e Bankscope

* Le società risultano soltanto 56 in quanto per True Energy Wind, società lussemburghese, non è stato possibile reperire il bilancio e Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio è stata eliminata dal campione oggetto di indagine.



La TAB. 1 riporta le società emittenti italiane distinguendole in base al loro fatturato.

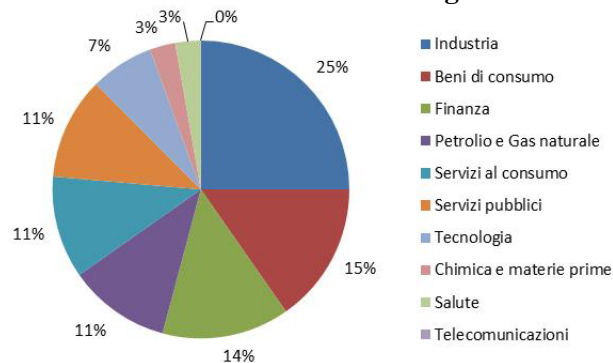
Poiché in questa sede l'oggetto del lavoro è l'analisi delle emissioni delle piccole e medie imprese, vengono tralasciate le emissioni delle grandi imprese oggetto di *double quotation* e l'emissione effettuata da Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio.

Con riferimento alla dimensione delle imprese italiane che hanno quotato le loro obbligazioni sull'ExtraMot Pro, si rileva che 20 sono grandi imprese, 22 sono medie imprese e 14 sono imprese di piccole dimensioni, sulla base dei criteri individuati dalla Raccomandazione 2003/361 della Commissione Europea.

L'attività di emissione da parte delle piccole e medie imprese si è notevolmente intensificata nella seconda metà del 2014, e nel mese di luglio si è registrato un picco di richieste di ammissione a quotazione e l'attività è proseguita a ritmo sostenuto anche nel successivo mese di ottobre.

Come rilevabile dalla FIG. 6, i settori che hanno attratto maggiormente l'interesse del mercato sia in termini di numero di emissioni sia in termini di controvalore raccolto sono quello industriale, dei beni di consumo e della finanza.

FIG. 6 - Distribuzione settoriale degli emittenti



Fonte: Borsa Italiana

All'interno di questi settori soltanto una parte delle emissioni è realmente riconducibile a vere e proprie piccole e medie imprese.

A livello geografico più del 73% delle operazioni, sia termini di numerosità che di controvalore raccolto, è stato effettuato da società del nord Italia, un quinto delle operazioni è riconducibile a società con sede legale nell'Italia centrale e solo una quota residuale è ascrivibile a società appartenenti alla zona meridionale e alle isole (si veda la TAB. 2).

TAB. 2 - Emissioni per area geografica (mil. Euro)

	Numero	Ctv	Numero	Ctv
	Totale emissioni		di cui PMI	
NORD	45	422,58	28	215,780
Lombardia	17	102,70	8	39,80
Veneto	13	196,00	8	132,10
Trentino	3	11,75	3	11,75
Friuli	1	15,00	-	-
Emilia Romagna	4	71,68	2	6,68
Piemonte	4	24,10	4	24,10
Liguria	3	1,35	3	1,35
CENTRO	7	112,95	3	21,95
Lazio	4	31,95	3	21,95
Toscana	1	50,0	-	-
Umbria	2	31,00	-	-
SUD	8	40,58	8	40,58
ISOLE				
Basilicata	1	5,00	1	5,00
Campania	4	7,68	4	7,68
Molise	1	2,70	1	2,70
Puglia	1	22,00	1	22,00
Sicilia	1	3,20	1	3,20
TOTALE	60	576,114	39	278,314

Fonte: nostra elaborazione su dato Borsa Italiana e Bankscope

* Le emissioni risultano soltanto 60 (anziché 62) in quanto True Energy Wind (società lussemburghese) e Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio sono state eliminate dal campione.

Alcune tra le emissioni negoziate su ExtraMot Pro sono state effettuate da società con azioni quotate sul mercato regolamentato di Borsa Italiana oppure sul segmento AIM ossia un MTF dedicato alle



piccole e medie imprese italiane con elevato potenziale di crescita. Vi sono inoltre alcuni emittenti che pur non essendo quotati su alcun segmento di mercato partecipano al programma ELITE di Borsa Italiana²⁰. In particolare tra tutti gli emittenti presenti su extraMot Pro le società quotate su MTA sono 7, di cui 5 appartenenti a STAR, altre 4 sono quotate su AIM, una sola su MIV e 12 partecipano al percorso ELITE. Vi sono infine due società in cui la controllante è quotata in un caso su AIM e nell'altro su MTA.

Per comprendere meglio le motivazioni e le dinamiche che spingono le imprese a rivolgersi al mercato anziché al canale bancario per aumentare e diversificare le proprie fonti di finanziamento a titolo di debito è utile analizzare le informazioni riportate nei documenti di ammissione che vengono presentati a Borsa Italiana all'atto della richiesta di ammissione al mercato ExtraMot Pro. In questi documenti gli emittenti sono tenuti a dichiarare le modalità con cui verranno impiegati i fondi raccolti. Tipicamente le risorse raccolte possono essere utilizzate per finanziare progetti di crescita (sia interna che esterna) oppure semplicemente per sostituire tutto o parte del debito in essere, magari allungandone la durata media.

Il finanziamento della crescita risulta essere la motivazione che più frequentemente ha spinto verso il mercato gli emittenti di qualità media o alta che finanziano progetti di sviluppo aziendale capaci di generare un discreto *cash flow* (e che per tale motivo prediligono tipicamente l'ammortamento graduale del debito); per questa categoria di soggetti il minibond rappresenta una vera e propria alternativa al credito bancario. I

minibond possono essere utilizzati con le medesime finalità anche da quegli emittenti che intendono compiere i primi passi verso il mercato dei capitali e quindi verso l'allargamento della compagine azionaria a soggetti esterni (spesso operatori di *private equity* o fondi specializzati), magari attraverso operazioni di *leveraged finance*²¹.

Nel caso delle emissioni effettuate dalle piccole e medie imprese e riconducibili al comparto dei titoli di diritto italiano, in tutti i casi (tranne due) si può affermare che si tratta di veri e propri minibond (il cui ammontare è inferiore alla soglia dei 30 milioni di Euro, come rilevabile dalla TAB. 3). Per tali titoli, in tre quarti dei casi la motivazione all'emissione è risultata la raccolta di risorse destinate ad investimenti e ad acquisizioni con l'obiettivo di intraprendere un percorso di crescita per via interna o esterna. Non a caso la durata media di queste emissioni è più elevata (8 anni) rispetto alla durata media delle operazioni finalizzate alla mera sostituzione del credito bancario (3 anni) in quanto i progetti di crescita sono tipicamente a medio lungo termine. Allo stesso modo la scelta delle modalità di estinzione del prestito per tali emissioni ricade in prevalenza sull'ammortamento progressivo a riprova del fatto che l'obiettivo dell'emittente è quello di sfruttare i flussi di cassa dei nuovi progetti per estinguere gradualmente il debito.

²⁰ ELITE è una piattaforma di servizi integrati creata da Borsa Italiana S.p.A. per supportare le piccole e medie imprese nella realizzazione dei loro progetti di crescita e per dar loro un canale attraverso il quale acquisire visibilità e reputazione nei confronti dei mercati. Cfr Borsa Italiana.

²¹ Cfr Broccardo, Erzegovesi, 2014.



TAB. 3 - Utilizzo dei fondi raccolti attraverso le emissioni (mil. Euro)

Emissioni con controvalore superiore a 30 milioni di Euro					
Investimenti e crescita dimensionale			Refinancing - Releverage		
N di operazioni	Controvalore	Durata media	N di operazioni	Controvalore	Durata media
2	100,000	5			
	Unica Soluzione				
Emissioni con controvalore inferiore a 30 milioni di Euro					
Investimenti e crescita dimensionale			Refinancing - Releverage		
N di operazioni	Controvalore	Durata media	N di operazioni	Controvalore	Durata media
45	427,351	8	14	52,414	3
di cui:			di cui:		
	Amortizing	28		Amortizing	3
	Unica soluzione	17		Unica soluzione	11

Fonte: nostra elaborazione su dati Borsa Italiana

Viceversa, le emissioni finalizzate alla ricomposizione della struttura finanziaria con un minor utilizzo del canale bancario prediligono il rimborso del prestito in un'unica soluzione a scadenza e hanno una durata mediamente inferiore²².

Dall'esame delle caratteristiche tecniche dei minibond presenti sul mercato ExtraMot Pro e dei rispettivi emittenti è facile intuire come questi strumenti siano destinati ad essere sottoscritti e scambiati esclusivamente da investitori professionali che si presume abbiano gli strumenti e le competenze necessarie per valutare il profilo di

rischio-rendimento di questo particolare investimento. Anche il legislatore ha inteso tutelare i risparmiatori *retail* riservando la possibilità di sfruttare pienamente i benefici civilistici e fiscali della nuova normativa soltanto nei casi in cui tali strumenti vengano sottoscritti da investitori professionali. Da parte sua anche Borsa Italiana ha escluso la possibilità di accedere al segmento ExtraMot Pro da parte degli investitori non professionali.

Inizialmente le prime emissioni di minibond (di piccolo taglio) sono state sottoscritte dalla banca (o da un pool di banche) che ha svolto il ruolo di *arranger* dell'emissione, spesso operante sul medesimo territorio in cui era ubicata la società emittente. Con il progressivo sviluppo del mercato che ha catturato l'interesse di un crescente numero di emittenti (e grazie anche agli incentivi introdotti dal legislatore) si è assistito alla nascita di un cospicuo numero di fondi di investimento chiusi specializzati in queste tipologie di investimenti e denominati fondi di minibond (o *credit fund*). Attualmente il mercato è in continua crescita e aumenta il numero di soggetti interessati ad investire in minibond.

²² Considerando le emissioni di titoli di diritto internazionale effettuate dalle grandi imprese che hanno scelto la doppia quotazione si nota che sono tutte caratterizzate dalla medesima struttura morfologica: il rimborso in un'unica soluzione a scadenza, una durata media pari a sei anni e l'obiettivo di ottenere lo spostamento delle fonti di finanziamento dal canale bancario al mercato dei capitali. A questa categoria appartengono infatti quegli emittenti che hanno sfruttato i vantaggi della nuova normativa fiscale introdotta dal Decreto Sviluppo per trovare investitori internazionali disposti a rifinanziare con un *bond* il credito bancario erogato a supporto di operazioni di *leveraged buyout* effettuate da parte di fondi di *private equity* che possiedono una quota di controllo nel capitale.



La presenza di un investitore professionale in grado di valutare i piani industriali e finanziari delle piccole e medie che si rivolgono per la prima volta al mercato dei capitali per finanziare i propri progetti di crescita è fondamentale; fino allo scoppio della crisi le banche finanziavano direttamente questi progetti per importi anche elevati, mentre oggi non sono più in grado di fornire questo sostegno a causa anche degli aggravii in termini patrimoniali imposti dalla normativa di Basilea. Il nuovo ruolo che le banche sono chiamate a svolgere in questo contesto è quello di *originator* in grado di promuovere il contatto tra le aziende meritevoli che necessitano di finanziamenti e gli investitori specializzati, magari sulla base di una *partnership* che vede un parziale coinvolgimento anche dell'*originator* nell'assunzione del rischio.

Come già osservato in precedenza, nel mercato dei minibond sono particolarmente attivi anche gli operatori di *private equity*, soprattutto nei casi in cui l'emissione di minibond rappresenta il primo passo di un percorso di graduale avvicinamento dell'azienda al mercato dei capitali e ad una ipotetica futura quotazione. In questi casi l'emissione di titoli di debito fa parte di una strategia più complessa che coinvolge anche la componente azionaria²³.

Attualmente gli operatori attivi nella sottoscrizione di minibond risultano essere circa una trentina, così come riportato nella TAB. 4.

L'attività svolta da SACE, invece, riguarda la concessione di una garanzia per le emissioni di minibond (nel limite del 70% del controvalore sottoscritto) effettuate da imprese con programmi di internazionalizzazione ed una componente di fatturato estero superiore al 10%. Il costo della garanzia, in questo caso, è variabile tra i 50 e i 200

basis point, in relazione allo standing creditizio e allo stato di solvibilità dell'impresa emittente²⁴.

Un'ulteriore iniziativa a favore dell'ampliamento del mercato dei minibond è riconducibile alla Cassa Depositi e Prestiti che nel mese di maggio 2014 ha avallato la promozione di due fondi di fondi promossi e gestiti da Fondo Italiano d'Investimento SGR S.p.A. il cui obiettivo è quello di sostenere il mercato acquistando quote di *credit funds* specializzati in minibond.

²³ Cfr. Broccardo, Erzegovesi, 2014.

²⁴ Sul ruolo della Sace si rinvia comunque al contributo in questo numero di Aciri e Li Castri.


TAB. 4 - Principali Fondi di investimento specializzati in minibond (mil. di Euro)

Gestore	Nome del fondo	Target raccolta	Primo closing	Natura	Banca promotrice
Advam Partners sgr	Advam 1	200	nd	Indipendente	
Aletti gestielle sgr	Fondo Crescita Impresa Italia	100	nd	Bancario/indipendente	Banca Aletti
Amundi sgr	nd	200	nd	Bancario/indipendente	SACE
Amundi sgr	nd (con Sace)	350	175	Bancario/indipendente	SACE
Anthilia Capital Partners sgr	Bond Impresa Territorio	200	110	Bancario/indipendente	Akros
Azimut sgr	nd (con Antares Private Equity)	250	nd	Indipendente	
Bnp Paribas Investment partners sgr	Bnp Paribas Bond Italia Pmi	150	nd	Bancario	Bnp Paribas
Compass am sa	Blue Lake Sicav- Sif Italian Minibond	100	nd	Indipendente	Patrimony 1873 (BSI)
Dueemme sgr	Fondo per le Imprese	150	76	Bancario	Banca Esperia
Emisys Capital sgr	Emisys Development	150	131	Indipendente	
Finint sgr	Fondo Minibond Pmi Italia (con Mps)	150	nd	Bancario	Monte dei Paschi S.p.A.
Finint sgr	Laborfonds	200		Indipendente	Banca Pop. dell'Alto Adige
Fondo Italiano d'Investimento sgr	nd (fondo di fondi)	500	250	Bancario	Varie banche e altri
Fondo Strategico Italiano	nd (fondo di fondi)			Bancario	Cassa Depositi e Prestiti
Fysis Fund sicav	Vesta Industrial	100	nd	Indipendente	Fysis Fund
Hedge Invest sgr	HI CrescItalia Pmi Fund	250	nd	Indipendente	
Lemanik am	Equita Corporate Debt (con Equita sim)	200	nd	Indipendente	
Lemanik am	Equita Leveraged Debt (con Equita sim)	200	nd	Indipendente	



Lyxor sgr	Lyxor Berica Sme Fund (con Pop Vicenza)	500	100	Bancario/indipendente	Banca Pop. Vicenza
Mediolanum Gest. Fondi	Mediolanum Fless. Sviluppo Italia	250		Bancario	Mediolanum (Muzinich)
Muzinich&Co.	Italian Private Debt	250	156	Indipendente	
PensPlan sgr	Euregio	100	50	Bancario	Prader Bank
Pioneer sgr	Pioneer Sviluppo Italia	nd	nd	Bancario	Unicredit
Riello Investimenti Partners sgr	Fondo Impresa Italia	150	nd	Indipendente	
River Rock	Italian Hybrid Capital Fund	200	nd	Indipendente	
Tenax	Tenax Opportunity Fund	200	nd	Indipendente	
Terranova / A&F	Renaissance Iniziativa Bond			Indipendente	
Ver Capital sgr	Ver Capital Credit Partner Italia V	200	nd	Indipendente	
Wise sgr	Wise Private Debt	250	nd	Indipendente	
Zenit sgr	Progetto MiniBond Italia	150	nd	Bancario/indipendente	Banca di Cherasco, ADB

Fonte: MF-Milano Finanza, Osservatorio minibond (Politecnico di Milano) ed elaborazioni personali



4. Le analoghe esperienze Europee: un confronto

La creazione di un segmento di mercato ad hoc in grado di favorire il ricorso allo strumento obbligazionario, anche da parte delle piccole e medie imprese, non è una novità nel panorama Europeo. Esistono, infatti, analoghe esperienze nel resto del continente²⁵. È stata la Norvegia la prima a dar vita nel 2005 a uno specifico segmento di mercato non regolamentato, denominato Nordic ABM, dedicato alla quotazione e allo scambio di obbligazioni e *commercial paper*. Tale mercato è suddiviso in due segmenti riservati rispettivamente agli investitori *retail* e a quelli istituzionali a seconda che il taglio minimo dell'emissione sia inferiore o superiore a circa 65 mila Euro. Il punto di forza di tale mercato risiede essenzialmente nella semplicità delle procedure, sia in termini di tempistiche e costi che di adempimenti informativi a carico dell'impresa emittente (presentazione degli ultimi tre bilanci approvati, redazione di un prospetto informativo e dei documenti di dettaglio dell'operazione). È altresì prevista, in via opzionale, la figura del *loan trustee* per tutelare maggiormente gli interessi degli investitori, alla luce dei limitati obblighi di trasparenza in capo all'emittente. Nonostante il successo complessivo del Nordic ABM, si evidenzia che la maggior parte delle emissioni finora realizzate riguarda banche e assicurazioni; le emissioni di imprese non finanziarie si concentrano essenzialmente nel sotto-segmento rivolto agli investitori istituzionali e riguardano in prevalenza aziende del settore energetico e marittimo.

Anche in Francia nel 2012 è stata introdotta una nuova modalità di emissione obbligazionaria, specificatamente dedicata alle piccole e medie imprese, denominata IBO (*Initial Bond Offer*) e

ammessa su tre mercati: i segmenti B e C di Euronext (mercato regolamentato) e Alternext (MTF) presso la Borsa di Parigi. L'IBO, che può essere effettuata sia dalle imprese quotate sul mercato francese che da quelle non quotate, deve presentare un taglio minimo di 5 milioni di Euro per Alternext e di 10 milioni per Euronext, nonché una scadenza compresa tra i 5 e i 10 anni. Gli adempimenti informativi in capo all'emittente sono relativamente snelli ma è richiesta alle società con capitalizzazione di mercato inferiore a 100 milioni di Euro e alle piccole e medie imprese non quotate l'ottenimento di un rating da parte di una tra le agenzie riconosciute dall'ESMA (*European Security and Markets Authority*). Come per il Nordic ABM, tali segmenti di mercato sono aperti sia a investitori *retail*, per la cui sottoscrizione è tuttavia necessaria l'intermediazione di banche o *e-broker*, e sia a investitori istituzionali. Ad oggi lo sviluppo del mercato obbligazionario delle piccole e medie imprese in Francia risulta ancora piuttosto limitato, avendo fatto registrare soltanto 4 emissioni.

Un'ulteriore esperienza è riconducibile al MARF, Mercato Alternativo del Renta Fija, segmento del mercato obbligazionario spagnolo AIAF, costituito nel 2013. Anche in questo caso sono stati definiti requisiti di ammissione più flessibili rispetto a quelli previsti per i mercati secondari obbligazionari garantendo, al contempo, un livello di trasparenza piuttosto elevato a tutela degli investitori. Le obbligazioni negoziate sul MARF devono avere un taglio minimo di 100 mila Euro e possono essere sottoscritte esclusivamente da investitori istituzionali, come avviene in Italia. Gli adempimenti informativi in capo all'emittente in termini di trasparenza riguardano la documentazione relativa all'azienda e all'operazione, corredata da una dichiarazione di

²⁵ Cfr. Calugi, Morelli, Paglietti 2014.



solvibilità emessa da un ente accreditato all'ESMA. Il rilascio del rating è infatti facoltativo, così come l'affiancamento di un *liquidity provider* per garantire liquidità al titolo sul mercato. Tra i casi analizzati, il mercato spagnolo dei minibond è quello che più ricalca la struttura implementata nel contesto italiano, sia per ciò che concerne l'architettura normativa e regolamentare che ne disciplina il funzionamento e sia per la struttura operativa che regola il processo di emissione. Al momento il mercato risulta ancora a uno stato piuttosto embrionale, avendo registrato finora una sola emissione.

All'interno del panorama Europeo dei minibond, la Germania rappresenta uno dei casi di maggiore successo: il Bondm, lanciato nel 2010 dalla Borsa di Stoccarda, offre agli investitori sia *retail* che istituzionali la possibilità di sottoscrivere i titoli sul mercato primario in fase di IBO (*Initial Bond Offer*) e di negoziarli sul mercato secondario. A tal fine è stato costituito un canale di vendita elettronico, il "*Bondm subscription box*", attraverso cui gli investitori, soprattutto *retail*, possono inserire direttamente il proprio ordine di acquisto. La negoziazione dell'obbligazione sul mercato secondario avviene tramite il supporto di un *quality liquidity provider*, che ha l'obiettivo di garantire liquidità al titolo. I requisiti di ammissione per le società emittenti riguardano essenzialmente la presentazione di un prospetto informativo, dell'ultimo bilancio certificato e l'ottenimento di un rating da un'agenzia specializzata; è altresì richiesta la presenza di un *coach* che affianchi l'impresa sia nella fase di emissione che in quella di *follow-up*. Alla fine del terzo trimestre del 2014 sono state registrate 148 emissioni per un ammontare complessivo di quasi 6 miliardi di Euro. A fronte di tali elementi di positività, occorre però segnalare che dalla istituzione di tale mercato si sono manifestati (fino ad ottobre 2014) casi di declassamento dei titoli

quotati e veri e propri casi di default che hanno riguardato 23 emissioni, per un ammontare complessivo di un miliardo di Euro²⁶.

Conclusioni

Per le imprese non quotate, in particolare per le piccole e medie imprese, il ricorso a cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili, può consentire un importante miglioramento nella gestione finanziaria, legato ad una più elevata diversificazione del debito e ad una conseguente attenuazione dei rischi connessi alla forte dipendenza dai canali bancari. Inoltre, attraverso i minibond, le piccole e medie imprese hanno la possibilità di accedere in modo diretto ai mercati di capitali, con l'opportunità di entrare in contatto con importanti investitori finanziari, anche internazionali.

Tali strumenti rappresentano un canale di *funding* non alternativo, ma complementare al sistema bancario in quanto sono strutturati diversamente e hanno un impatto diverso sul passivo della società. Se utilizzati correttamente i minibond garantiscono alla piccola e media impresa una maggior stabilità delle fonti di finanziamento rispetto al tradizionale prestito bancario chirografario; in tal modo, infatti, l'impresa può attendere che gli investimenti finanziati producano i flussi di cassa previsti prima di procedere al rimborso del prestito. Inoltre, il miglioramento degli equilibri patrimoniali e finanziari dell'impresa, successivamente all'emissione obbligazionaria, nonché l'attribuzione di un *rating* esterno, consentono all'impresa di presentarsi con un maggior grado di affidabilità nei confronti del sistema bancario.

Le stesse banche hanno un ruolo fondamentale nell'indirizzare verso l'accesso ai mercati finanziari le piccole e medie imprese: accompagnando sul mercato le aziende con favorevoli opportunità di crescita e sviluppando

²⁶ Cfr. Calugi, Morelli, Paglietti 2014.



attività di consulenza per il finanziamento diretto, il sistema bancario può godere di una serie di benefici riconducibili al contenimento del rischio, alla riduzione degli assorbimenti di capitale e all'aumento la redditività misurata da un miglioramento del margine di intermediazione.

Bibliografia

Banca d'Italia (2014), Considerazioni finali del Governatore, Assemblea Ordinaria dei Partecipanti, 30 maggio, Roma.

Banca d'Italia (2014), Rapporto sulla stabilità finanziaria, novembre.

Belli M. (2014), I mini-bond come strumento alternativo di finanziamento, Topic CFO - BAA Bocconi, 8 maggio, Milano.

Broccardo E., Erzegovesi L. (2014), I minibond e i modelli di finanziamento delle imprese, Bancaria 7-8.

Calugi R., Morelli V., Paglietti G. (2014), I mini-bond. Istruzioni per l'uso, Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza, Milano.

European Commission (2013), Sme's Access to Finance Survey. Analytical Report, 14 novembre.

Fico P. (2014), L'offerta di Borsa Italiana per le PMI, Borsa Italiana S.p.A., intervento del 14 novembre, Macerata.

Finaldi Russo P. (2014), Il finanziamento non bancario delle imprese italiane, intervento del 14 novembre, Macerata.

Forestieri G. (2014), I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio, Bancaria 6.

KPMG (2013), Finanza per la crescita: corporate bond e strumenti alternativi,.

Maggiore L. (2014), Il mercato dei minibond in Italia. Convegno Paradigma. 25-25 settembre, Milano.

Martinoli M., Zanotti F., Di Luzio M.C., Profumo R. (2014), Minibond: strumenti di sviluppo o sopravvivenza?, CSE Crescendo, Milano.

Rota A. (2013), La destinazione del patrimonio dei prodotti del Risparmio Gestito al finanziamento delle PMI, Assogestioni, 5 dicembre.



4. L'ESPERIENZA DI SACE A SUPPORTO DEL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE ♦

Introduzione

Tra gli interventi volti al sostegno dell'attività delle piccole e medie imprese merita di essere oggetto di uno specifico approfondimento il ruolo progressivamente assunto dalla SACE che, negli anni, ha ampliato la propria operatività affiancando all'attività tradizionale di assicurazione del credito all'export la copertura del rischio di credito sui finanziamenti erogati dalle banche alle imprese italiane, allo scopo di sostenerne il processo di internazionalizzazione aumentando le fonti di finanziamento.

L'obiettivo era di incoraggiare il sistema bancario a sviluppare, attraverso la concessione di linee di credito a medio lungo termine, programmi di supporto alla crescita e all'internazionalizzazione delle fasce di imprese con limitato accesso al credito, generando riflessi positivi in termini sia di finanziamenti totali messi a disposizione dal sistema, sia di spostamento di parte del debito dalle scadenze a breve a quelle a medio e lungo termine.

SACE, come noto, da oltre trent'anni supporta, attraverso l'assicurazione del credito, le imprese italiane e le banche nella realizzazione dei propri piani di espansione internazionale, in particolare in paesi caratterizzati da elevati tassi di crescita della domanda e dal forte rischio di insolvenza dei debitori. Infatti, le imprese, grazie all'intervento di SACE, hanno la possibilità di acquisire contratti di fornitura da parte di committenti esteri offrendo dilazioni di pagamento ai propri acquirenti ed ottenendo, allo stesso tempo, la certezza di flussi di cassa derivanti dal proprio

fatturato e la protezione dei propri investimenti all'estero.

In questo lavoro si vuole proporre una disamina della recente evoluzione dell'attività di SACE allo scopo di evidenziarne il contributo al finanziamento delle imprese (soprattutto di quelle di minori dimensioni) e le diverse forme che tale contributo ha assunto nel tempo, proponendo altresì alcune possibili ipotesi di sviluppo di nuove linee di intervento.

1. L'evoluzione del ruolo di SACE a supporto delle imprese

Una prima rilevante modifica al ruolo operativo di SACE ha luogo nel 2005 quando il Decreto Legge 14 marzo 2005 n. 35, convertito con Legge n. 80 del 14 maggio 2005¹ (il cosiddetto "Decreto

¹ Art. 11-quinquies (Sostegno all'internazionalizzazione dell'economia italiana).

2. L'articolo 2, comma 1, del decreto legislativo 31 marzo 1998, n. 143, per la parte relativa alla internazionalizzazione dell'economia italiana, si interpreta nel senso che SACE S.p.A., ferma restando ogni altra disposizione prevista dal decreto-legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito, con modificazioni, dalla legge 24 novembre 2003, n. 326, è autorizzata altresì a rilasciare, nel rispetto della disciplina comunitaria in materia, garanzie e coperture assicurative per il rischio di mancato rimborso relativamente a finanziamenti, prestiti obbligazionari, titoli di debito ed altri strumenti finanziari, ivi inclusi quelli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione, connessi al processo di internazionalizzazione di imprese italiane, in possesso dei requisiti di cui al comma 3, operanti anche attraverso società di diritto estero a loro collegate o da loro controllate.

3. L'attività di sostegno all'internazionalizzazione di cui al comma 2 è svolta annualmente a condizioni di mercato in relazione a operazioni effettuate per almeno il 50 per cento a favore di piccole e medie imprese secondo la definizione comunitaria e, per la parte rimanente, nei confronti di imprese con fatturato annuo non superiore a 250 milioni di euro.

4. Le garanzie e coperture assicurative di cui al comma 2 beneficiano della garanzia dello Stato nei limiti specifici indicati dalla legge di approvazione

♦ A cura di Simonetta Aciri e Edoardo Li Castri.



Competitività”) ha ampliato il mandato di SACE autorizzandola a svolgere – in aggiunta alle tradizionali attività di supporto all’esportazione – anche l’attività di sostegno all’internazionalizzazione delle imprese italiane e, in particolare, delle piccole e medie imprese. L’adempimento del mandato di supportare il “processo di internazionalizzazione delle imprese italiane” ha richiesto a SACE di sviluppare nuove competenze necessarie sia a individuare le esigenze finanziarie delle imprese italiane sia a valutare i rischi tipici del sistema industriale italiano. Ciò ha reso necessario acquisire le competenze necessarie a valutare i rischi di credito, le debolezze e le opportunità competitive di un sistema economico composto in gran parte da piccole e medie imprese (e anche micro imprese), caratterizzate da una cronica sottocapitalizzazione e con una struttura del passivo fortemente squilibrata a favore dei mezzi di terzi, a loro volta rappresentati prevalentemente dall’indebitamento a breve termine utilizzato per finanziare anche le esigenze di investimento.

Un numero consistente di queste imprese, operando in settori industriali esposti alla concorrenza dei paesi emergenti, ha l’esigenza di investire in attività a maggiore valore aggiunto per mantenere i vantaggi competitivi acquisiti quali ‘brand’, qualità, eccellenza tecnica e di svilupparne di nuove per aumentare la propria competitività non di prezzo. Al fine di

incrementare la disponibilità di credito a medio e lungo termine, la SACE (in *partnership* con il sistema bancario) ha sviluppato programmi di supporto delle piccole e medie imprese e di imprese con fatturato sino a 250 milioni di euro – le *Convenzioni Credit Enhancement* – per finanziare nuovi progetti di investimento, che attraverso il conseguimento di una maggiore efficienza dei processi produttivi, il sostegno della ricerca e sviluppo, la tutela del *Made in Italy*, la realizzazione di campagne di *marketing* e la comunicazione e lo sviluppo di *joint venture* e/o acquisizioni di imprese, consentissero alle imprese nazionali di dotarsi di strumenti idonei a fronteggiare la concorrenza sui mercati internazionali.

Attraverso le *Convenzioni Credit Enhancement* SACE aveva l’obiettivo (analogamente a quanto realizzato in altri paesi quali ad esempio Canada, Germania e Spagna) di incoraggiare il sistema bancario a sviluppare programmi di supporto alla crescita e all’internazionalizzazione delle fasce di imprese più deboli e meno patrimonializzate quali le piccole e medie imprese, con riflessi positivi sia in termini di totale fidi disponibili, sia attraverso lo spostamento di parte della posizione debitoria dal breve al medio e lungo termine. In tal senso, SACE avrebbe potuto intervenire a garanzia dei finanziamenti erogati dal sistema bancario secondo due modalità alternative:

- (i) il primo tipo di intervento prevedeva la strutturazione di operazioni in cui SACE, in una fase iniziale, rilasciava alla banca una garanzia su ciascun finanziamento erogato, per una quota non superiore al 70% del valore del progetto di internazionalizzazione finanziato. In una fase successiva, completato l’accumulo del portafoglio prestiti (*ramping period* di circa 6-9 mesi), l’intervento di SACE

del bilancio dello Stato come quota parte dei limiti ordinari indicati distintamente per le garanzie e le coperture assicurative di durata inferiore e superiore ai ventiquattro mesi ai sensi dell’articolo 6, comma 9, del decreto-legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito, con modificazioni, dalla legge 24 novembre 2003, n. 326. Per l’anno 2005 il limite specifico di cui al presente comma e’ fissato in misura pari al 20 per cento dei limiti di cui all’articolo 2, comma 4, della legge 30 dicembre 2004, n. 312, che restano invariati.”

sarebbe dovuto passare dalla garanzia sul singolo prestito a quella di una o più *tranche* del portafoglio complessivo offrendo un *Credit Enhancement*, permettendo in tal modo il trasferimento del rischio di credito al mercato dei

capitali, attraverso tecniche di cartolarizzazione (come graficamente rappresentato nelle Figure 1 e 2);

FIG. 1 - Fase 1 Garanzia su portafoglio di finanziamenti

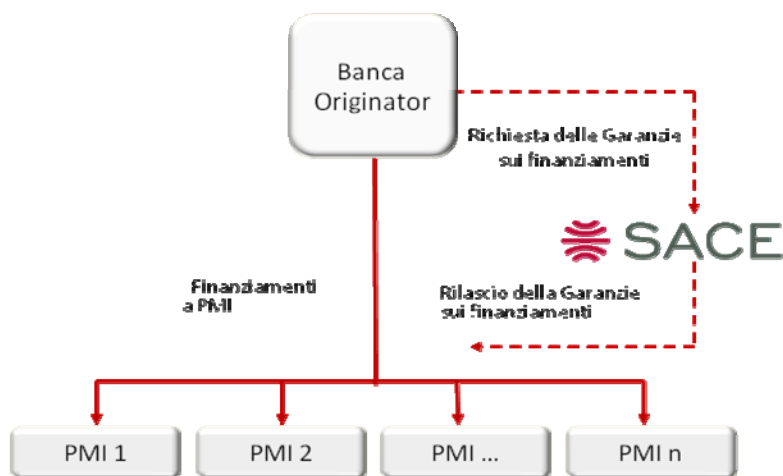
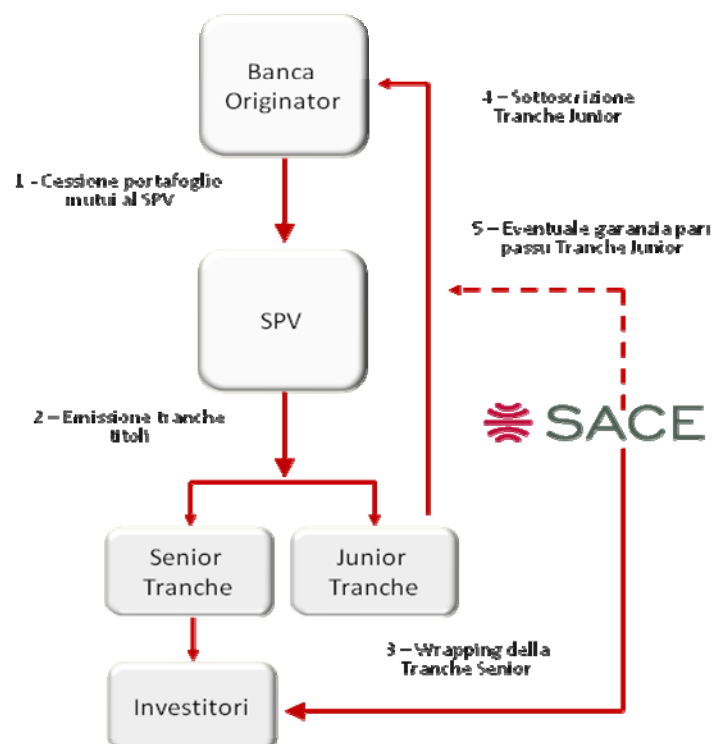


FIG. 2 - Fase 2 Garanzia su titoli della cartolarizzazione





- (ii) in una seconda tipologia di intervento, la banca avrebbe potuto accumulare in autonomia un portafoglio mutui, concessi esclusivamente a imprese in possesso di determinati requisiti e sulla base di *term sheet* standardizzati. Terminato il periodo di accumulo concordato, il portafoglio originato sarebbe stato oggetto di *tranching* e valutazione da parte di un'agenzia di *rating* per le singole *tranche* e, infine, oggetto di una cartolarizzazione assistita dalla garanzia di SACE.

In entrambi i casi, il trasferimento del rischio di credito al mercato dei capitali avrebbe consentito al sistema bancario di liberare risorse da reinvestire in nuovi finanziamenti alle piccole e medie imprese, innescando un circolo virtuoso in grado di autoalimentarsi (il cosiddetto “effetto volano”). Le banche, grazie alla possibilità di cedere il rischio al mercato dei capitali o beneficiando della “ponderazione zero” assicurata dalla garanzia SACE, avrebbero potuto incrementare il volume degli impieghi a parità di riserve accantonate ai fini del patrimonio di vigilanza.

Tuttavia, la seconda tipologia di intervento non si è materializzata in quanto inizialmente le banche hanno preferito tenere il rischio di credito nei propri bilanci e, successivamente (a partire dal 2007), sono venute meno le condizioni sui mercati dei capitali per effettuare operazioni di questo tipo. Si è assistito allora ad una evoluzione del “prodotto” proposto da SACE (non più come *Credit Enhancement* bensì come *Garanzia per l'internazionalizzazione delle piccole e medie imprese*) che ha permesso a SACE, da un lato, di diversificare il proprio portafoglio su un numero elevato di operazioni di importo medio-piccolo rivolte alle piccole e medie imprese, e, dall'altro,

di avere un diverso approccio delle banche nei confronti di SACE e della garanzia sui finanziamenti concessi alle piccole e medie imprese. Nell'arco di pochi mesi si è passati da un numero limitato di *partner* rappresentato da selezionate controparti bancarie ad una pluralità di banche *partner*: in altri termini, si è allargato in modo importante il numero di banche con cui operare, al di là di quelle che avevano tradizionalmente esperienza di operazioni di cartolarizzazione e che, per dimensione e capillarità delle proprie reti commerciali, erano in grado di organizzare e gestire campagne commerciali che consentissero il rapido accumulo di portafogli di mutui.

Infatti, in questa nuova fase – avviata tra il 2006 e il 2007 – sono divenuti *partner* preferenziali di SACE anche realtà bancarie di dimensione regionale o inter-regionale per le quali la *Garanzia per l'internazionalizzazione delle piccole e medie imprese* si è rivelata come un'opportunità per ampliare la relazione con le imprese clienti, offrendo insieme all'operatività tradizionale anche le linee di credito a medio lungo termine; a ciò si aggiunga anche che esse hanno potuto ottenere un beneficio in termini di redditività dei mezzi propri, grazie al minor assorbimento del capitale derivante dalla *ponderazione zero* assicurata dalla garanzia SACE.

2. Le successive estensioni dell'operatività a sostegno delle imprese

Nel 2007, in collaborazione con alcune banche con cui SACE già operava nell'ambito della *Garanzia per internazionalizzazione delle piccole e medie imprese*, è stata sviluppata una nuova tipologia di operatività parallela a quella sull'internazionalizzazione, di cui recepisce sia il modello assuntivo e gestionale sia i riferimenti normativi. Si è esteso di fatto l'ambito



dell'internazionalizzazione, disciplinato dal Decreto Competitività e dall'Operatività Internazionalizzazione di SACE (Legge Finanziaria 2007), prevedendo il rilascio della garanzia SACE anche su linee di credito a breve termine – fino a 24 mesi – destinate a finanziare l'approntamento di forniture di beni-servizi o l'esecuzione di lavori per committenti esteri, anziché progetti di investimento (Garanzia *pre-shipment*).

Tale operatività ha esteso la possibilità di accedere alla garanzia *pre-shipment* anche a piccole e medie imprese e *mid corporate*, per finanziare operazioni di taglio medio piccolo, in un momento in cui le aziende, a fronte di segnali di stretta creditizia, riducevano la domanda di finanziamenti per nuovi investimenti, preferendo destinare le risorse disponibili al circolante.

La garanzia *pre-shipment* consente alle imprese di finanziare tutti i costi sostenuti dall'impresa dalla fase preliminare all'approntamento della commessa, fino alla eventuale dilazione di pagamento.

Nel 2009 SACE ha ampliato ulteriormente la propria attività recependo l'indirizzo dato dal Decreto Anticrisi ed estendendo le aree del proprio intervento a supporto delle imprese italiane a quattro nuovi ambiti di operatività, nella forma di garanzie su finanziamenti. Ciò ha portato alla possibilità di rilasciare garanzie per i finanziamenti:

- (i) destinati ad anticipare la riscossione di crediti verso la Pubblica Amministrazione;
- (ii) concessi dal sistema bancario a valere sui fondi messi a disposizione dalla Cassa Depositi e Prestiti per agevolare l'accesso al credito delle piccole e medie imprese;
- (iii) per l'acquisto di veicoli ecologici;

- (iv) correlati al sistema integrato SACE – Cassa Depositi e Prestiti (il cosiddetto sistema "Export banca").

I primi due ambiti sono stati sviluppati in collaborazione con l'Associazione Bancaria Italiana, tramite un Accordo Quadro. Tale accordo regola i principali termini e le condizioni sulla base dei quali le banche che intendono supportare le imprese possono sottoscrivere con SACE delle Convenzioni, sviluppate sul modello dell'operatività per la concessione delle garanzie per l'*internazionalizzazione delle piccole e medie imprese*, allo scopo di rilasciare garanzie:

- a) sulle anticipazioni bancarie concesse in relazione ai crediti vantati dalle imprese italiane nei confronti della Pubblica Amministrazione;
- b) su finanziamenti bancari erogati alle piccole e medie imprese avvalendosi della provvista fornita dalla Cassa Depositi e Prestiti.

Con riferimento a questo secondo ambito di operatività si sottolinea che esso prevede che SACE intervenga a garanzia di nuove linee di credito erogate dalle banche, esclusivamente a favore delle piccole e medie imprese, a valere sulla provvista dedicata dalla Cassa Depositi e Prestiti al sistema bancario, a condizioni competitive.

Attraverso tale intervento SACE si è proposta, in un contesto di crisi di liquidità, di agevolare l'accesso al credito anche a quelle piccole e medie imprese che, pur non avendo in programma la realizzazione di progetti di internazionalizzazione, hanno l'esigenza di finanziare il capitale circolante e la normale attività di investimento.

Ciò in quanto, in estrema sintesi, SACE assicura (per un importo a prima richiesta non superiore al 50% del finanziamento erogato) le banche che erogano finanziamenti a piccole e medie imprese aventi un adeguato standing creditizio; nello specifico, si tratta di assicurare le banche dal rischio di credito dell'impresa affidata, connesso

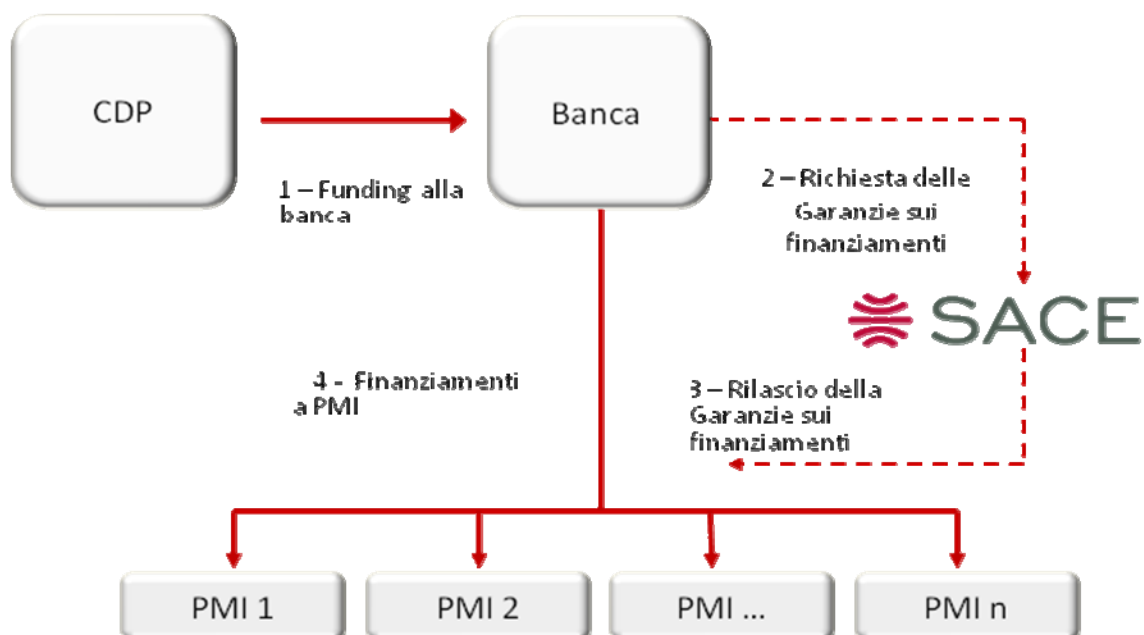


al mancato rimborso del finanziamento per finanziamenti a medio lungo termine (con durata variabile da 3 a 5 anni) e ad un costo del funding correlato alla patrimonializzazione delle banche finanziatrici. Per questa attività, la Cassa Depositi e Prestiti, tra settembre 2009 e giugno 2010 ha messo a disposizione del sistema bancario 8 miliardi di euro, in due *tranche* rispettivamente di

5 e 3 miliardi di euro, da ripartire alle singole banche sulla base dell'incidenza percentuale dei crediti concessi alle piccole e medie imprese dalle singole banche sul totale delle linee accordate dal sistema alle piccole e medie imprese.

La FIG. 3 rappresenta graficamente lo schema di tale garanzia accordata alle banche a sostegno delle piccole e medie imprese.

FIG. 3 - Garanzia SACE su finanziamenti alle piccole e medie imprese concessi con il *funding* fornito dalla Cassa Depositi e Prestiti





Parallelamente all'attività di rilascio di garanzie su singoli finanziamenti concessi alle imprese e finalizzati ad anticipare l'incasso dei crediti verso la Pubblica Amministrazione, il Decreto Anticrisi ha previsto per SACE la possibilità anche di intervenire nella strutturazione di operazioni per lo smobilizzo *pro-soluto* di crediti vantati da imprese fornitrici di beni e servizi nei confronti delle pubbliche amministrazioni, garantendo agli intermediari finanziari cessionari (banche e società di *factoring*) il rimborso a "data certa" alla scadenza del credito acquisito. Pertanto, a differenza della garanzia sulle anticipazioni dei crediti della Pubblica Amministrazione, SACE assume non tanto il rischio che l'impresa creditrice non sia in grado di restituire l'anticipazione ricevuta, quanto il rischio di ritardato e/o mancato pagamento di quanto dovuto da parte della Pubblica Amministrazione debitrice, come nel caso di cessione dei diritti alla banca.

La struttura dell'intervento prevede che gli intermediari finanziari svolgano in autonomia l'attività di acquisizione dei crediti dai fornitori delle pubbliche amministrazioni e che, nel corso o successivamente alla fase di accumulo, richiedano a SACE l'emissione di una garanzia sui crediti in loro possesso.

SACE, effettuata la necessaria istruttoria sulla natura dei crediti oggetto di copertura, può rilasciare all'intermediario richiedente una garanzia di pagamento a prima richiesta i cui termini e condizioni sono stabiliti tramite accordo fra le parti.

3. Dall'“effetto volano” alla trasformazione della struttura del debito delle imprese

Il principale beneficio della garanzia SACE è rappresentato non tanto dall'assicurazione dei crediti vantati dalle banche nei confronti delle

imprese, quanto dalla possibilità offerta alle prime di concedere maggiori volumi di credito, senza dover incrementare proporzionalmente gli accantonamenti prudenziali previsti dalla normativa di vigilanza della Banca d'Italia. In tal modo SACE si ripropone di incrementare il volume del credito messo a disposizione del sistema bancario alle piccole e medie imprese italiane. L'intervento a supporto dell'accesso al credito è di tipo *unfunded*, ossia, non prevede il finanziamento diretto delle aziende, ma il rilascio di garanzie a prima richiesta, incondizionate e autonome, rispetto al contratto di finanziamento sottostante, e contro garantite dallo Stato italiano (si veda il dettaglio nell'Appendice 1).

Tali garanzie consentono quindi alla banca finanziatrice di beneficiare della cosiddetta *ponderazione zero* per la quota di rischio assunta da SACE ai fini degli accantonamenti prudenziali previsti dalla normativa sulla vigilanza bancaria di Banca d'Italia. Ai fini della determinazione del *coefficiente di solvibilità* – un parametro strettamente collegato al patrimonio di vigilanza, che identifica l'ammontare minimo di riserve che le banche devono possedere in relazione al complesso delle attività ponderate secondo il loro rischio creditizio – la garanzia di SACE consente di utilizzare come parametro di ponderazione degli attivi, limitatamente alla quota garantita da SACE, il coefficiente zero. La banca, a parità di volume di crediti erogati al sistema, è quindi tenuta ad accantonare minori risorse di quanto sarebbe stata tenuta a fare in assenza della garanzia di SACE, o di altre garanzie equivalenti. A parità di patrimonio di vigilanza, la banca finanziatrice libera risorse per ulteriori impieghi a favore del sistema (il cosiddetto “*effetto volano*”), alimentando un circolo virtuoso, che attraverso la concessione di finanziamenti di scopo (strumentali ad accrescere la competitività e il grado di internazionalizzazione delle imprese



italiane) contribuisce alla crescita degli investimenti realizzati dalle imprese e dell'economia nazionale nel suo complesso.

L'introduzione dei principi di Basilea II ha reso ancora più cruciale l'attenzione alla determinazione del coefficiente di solvibilità, in quanto il cosiddetto *primo pilastro* di tali principi, fermo restando il coefficiente patrimoniale minimo dell'8%, impone significative novità per la misurazione dei requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di credito. In particolare, esso dedica molta attenzione ai sistemi adottati dalle banche per la misurazione di tali rischi.

Come noto, tali sistemi possono essere fondati sull'utilizzo di *rating* esterni (forniti da operatori specializzati quali le agenzie di *rating*) oppure predisposti internamente dalle banche (il cosiddetto "*Internal Ratings Based Approach*" o "*IRB*"). Questi ultimi, prima di essere approvati e ritenuti affidabili, ai fini della determinazione del patrimonio di vigilanza, sono sottoposti ad un rigido controllo di adeguatezza da parte delle banche centrali. In un contesto bancario come quello italiano, dove solo un esiguo numero di gruppi bancari dispongono di un sistema IRB validato dalla Banca d'Italia, l'opportunità offerta da SACE di beneficiare della propria garanzia, ai fini della determinazione del coefficiente di solvibilità, gioca un ruolo molto importante.

Per le imprese, invece, il principale beneficio dell'intervento di SACE non è rappresentato dalla possibilità di offrire garanzie alle banche – opportunità offerta anche da altri operatori quali i Confidi ed il Fondo di garanzia – quanto dall'aumento dei volumi di fido concessi dalle banche alle imprese e dalla trasformazione della struttura del debito dal breve al medio lungo termine. SACE, di prassi, interviene a garanzia di finanziamenti chirografari a medio lungo termine. Tale scelta è coerente con il mandato assegnato a SACE di supportare i nuovi investimenti piuttosto

che il circolante, tenendo conto delle dimensioni medie delle imprese italiane e, quindi, in particolare delle piccole e medie imprese. Da un'analisi dei bilanci di gran parte delle imprese che hanno richiesto la garanzia di SACE emerge che queste presentano un passivo in cui il finanziamento assistito dalla garanzia rappresenta una delle poche, se non l'unica, forma di indebitamento a medio lungo termine, o con una scadenza coerente con quelli che sono i ragionevoli tempi di rientro degli investimenti programmati. Tra le forme di finanziamento più ricorrenti si trovano le linee a revoca, gli anticipi e lo smobilizzo salvo buon fine, lo scoperto di conto corrente, anche per impieghi di più lunga durata.

Osservando quanto è realmente accaduto si rileva, però, che il volume di garanzie rilasciate da SACE nei primi 9 anni di operatività è stato inferiore alle attese, sia per ragioni collegate al costo della garanzia (più elevato rispetto a quanto richiesto da altri operatori, quali il Fondo Centrale di Garanzia ed alcuni Confidi, che richiedono la copertura del rischio di credito operando in logica di sussidio piuttosto che di mercato) sia per la decisione di SACE di fissare criteri di ammissibilità per le garanzie legati al merito di credito dell'impresa e alla valutazione di un progetto di internazionalizzazione sottostante.

A tali motivazioni vanno poi aggiunte altre ragioni che hanno determinato il non integrale utilizzo dei *plafond* di finanziamenti accordati alle banche da SACE: tra queste sicuramente una (almeno inizialmente) scarsa attenzione di alcune realtà bancarie ai possibili benefici derivanti dal minor assorbimento di patrimonio generato dal ricorso a tali forme di garanzia.



4. La valutazione dei rischi: il passaggio dalle operazioni di portafoglio al supporto alle piccole e medie imprese

Parallelamente all'evoluzione dell'operatività da *Credit Enhancement* a *Garanzia per l'internazionalizzazione*, SACE ha progressivamente rivisto i propri processi di valutazione del rischio di credito. Nella fase iniziale – accumulo del portafoglio strumentale a creare l'*asset* sottostante di una cartolarizzazione – la valutazione del profilo di rischio del singolo debitore era sostanzialmente delegata alla banca finanziatrice e alle agenzie di *rating* che attribuivano uno *score* quantitativo alle singole imprese debentrici e/o al portafoglio mutui accumulato.

Nella fase successiva, corrispondente con la trasformazione del prodotto in *Garanzia per l'Internazionalizzazione* delle piccole e medie imprese, la valutazione del rischio da parte di SACE è divenuta del tutto indipendente dallo *score* attribuito dalle banche alle imprese finanziate.

In particolare, è stato stabilito che la valutazione venisse condotta sulla base della *best practice* di analisi economica finanziaria bilanciando, in base ai dati sull'andamento economico dell'azienda e delle fonti informative disponibili, elementi quantitativi e qualitativi, con una prevalenza dei primi sui secondi. Tra gli elementi quantitativi è stata dedicata particolare attenzione alla:

- i) congruità dell'importo finanziato con le dimensioni dell'impresa;
- ii) analisi dei flussi di cassa per valutare la capacità di rimborso del debito finanziario (livello dell'EBITDA e del *cash flow*);
- iii) esposizione complessiva dell'azienda verso il sistema e verso i singoli finanziatori, non volendo SACE diventare,

se non in casi particolari, il primo finanziatore dell'azienda.

Tra gli elementi qualitativi si segnalano:

- i) l'assenza di processi di ristrutturazione / risanamento finanziario dell'azienda già avviati;
- ii) la qualità, la disponibilità e la trasparenza delle informazioni disponibili sull'azienda e sui soci di riferimento;
- iii) la reputazione e la competenza degli imprenditori e del *management* aziendale;
- iv) l'esistenza e la validità di un progetto di internazionalizzazione e/o di miglioramento della competitività aziendale.

Al verificarsi della crisi economico-finanziaria, l'Analisi Rischi di SACE parallelamente all'affinamento degli strumenti di analisi economica e finanziaria a propria disposizione, ha posto in essere dei correttivi nella valutazione del merito di rischio sopra richiamata onde evitare che a fronte di un peggioramento dei principali indicatori economici del bilancio si innescasse una spirale restrittiva, con una riduzione delle linee di fido concesse dal sistema bancario e con il conseguente sorgere di ulteriori tensioni finanziarie per le imprese, fino ad arrivare a una vera e propria stretta creditizia. L'analisi del rischio di credito del debitore ha spostato il *focus* dell'attenzione dagli indicatori utilizzati nelle normali condizioni di mercato per dare maggiore risalto a elementi più macroeconomici e qualitativi.

Dal lato dell'analisi quantitativa, diminuzioni del fatturato e conseguenti contrazioni dei margini, che secondo le consuete procedure assuntive dovrebbero di per sé indurre a un atteggiamento prudentiale, non sono stati presi in considerazione



come elementi di aggravamento del rischio. Questo a condizione che riflettano il calo della domanda nazionale/mondiale e se negli anni antecedenti la crisi l'impresa ha dimostrato capacità di generare il reddito. La contrazione del fatturato è, pertanto, considerata un fenomeno congiunturale e l'attenzione è posta sulla capacità dell'impresa di tenere sotto controllo i costi e di salvaguardare quindi i flussi di cassa nel medio periodo.

La valutazione si è spostata molto sul lato qualitativo anche attraverso la conoscenza diretta delle figure manageriali e imprenditoriali; la decisione se concedere o meno la garanzia può diventare quindi soggettiva in quanto legata alla fiducia nelle capacità del *management* di condurre le aziende in un contesto generalmente più rischioso.

Indipendentemente dai singoli parametri economico-finanziari, SACE tende a privilegiare le aziende che redigono un'informativa completa e trasparente, con la certificazione del bilancio, anche se non obbligatoria oppure con la redazione dei conti intermedi (abitudine molto rara delle piccole e medie imprese), o con la redazione dei bilanci consolidati anche quando non richiesti dal legislatore. Valore è dato alla ricchezza e concretezza delle informazioni della relazione sulla gestione, alla disponibilità dei dati da parte delle funzioni preposte del controllo di gestione e anche alla struttura societaria delle aziende, che deve essere trasparente e comprensibile.

Nei rapporti con il sistema bancario, in un'ottica di limitare gli effetti della stretta creditizia, SACE ha favorito la relazione con le controparti bancarie che accettano una piena condivisione del rischio di credito al 50%, consentendo alle imprese di ottenere linee di credito sufficienti a finanziare i propri progetti di investimento.

È comunque fondamentale, insieme alla valutazione del profilo di rischio del singolo

debitore, anche un'attenta selettività dei rischi assunti in settori produttivi caratterizzati da un'eccessiva sinistrosità pregressa. Tale atteggiamento prudentiale si è reso necessario per salvaguardare l'operatività e l'economicità del prodotto a beneficio di tutti futuri richiedenti.

SACE è intervenuta anche sulle aziende che, a causa della crisi finanziaria, hanno strutturato piani di riorganizzazione per ridurre i costi caratteristici; con riguardo alle operazioni di ristrutturazione finanziaria, l'intervento è invece previsto solo al completamento del piano e, nei casi di ristrutturazioni volontarie, senza ricorso a istituti previsti dalla Legge Fallimentare.

5. Le lezioni imparate e l'impatto sull'operatività di SACE

L'esperienza maturata in questi ultimi anni da SACE ha consentito alla stessa di pianificare uno sviluppo futuro più coerente con i propri obiettivi e con le esigenze del sostegno alle imprese. Poiché la granularità del portafoglio e l'andamento tecnico rappresentano attualmente le maggiori criticità, diventa fondamentale per SACE ridefinire tanto le linee di sviluppo del prodotto quanto le *policy* assuntive delle singole garanzie.

Per consentire un maggiore frazionamento del rischio (data la difficoltà di ampliare significativamente i volumi per consentire un maggiore frazionamento del rischio) sono stati adottati correttivi che limitino l'attuale tendenza delle banche a ricorrere alla garanzia di SACE solo per le operazioni più critiche. In particolare:

- (i) si è privilegiato il rilascio di garanzie prevalentemente al 50%:
 - a) per finanziamenti di importo superiore a una soglia prefissata (2-2,5 milioni di euro);



- b) a fronte di esposizioni multiple di SACE sulla controparte (indicativamente dalla terza garanzia richiesta);
 - c) alle aziende che, in considerazione delle dimensioni (indicativamente fatturato superiore a 75-100 milioni di euro), abbiano minori difficoltà nell'accesso al credito.
- (i) processi di “monitoraggio dinamico” dei portafogli che, in presenza di portafogli eccessivamente concentrati, che prevedono la riduzione:
- a) della percentuale garantita sui singoli mutui,
 - b) dell'importo massimo finanziato.

Nella struttura originaria del prodotto, SACE si proponeva di agevolare l'accesso al credito delle piccole e medie imprese anche per importi limitati. Era stata pertanto prevista ampia flessibilità di utilizzo dei fondi ricevuti, con una scelta tra 16 differenti tipologie di spesa. L'azienda era tenuta alla presentazione di un progetto da realizzarsi nell'arco di 12 mesi, con l'unico obbligo di conservare i giustificativi di spesa, da esibire su richiesta di SACE. Tale flessibilità nell'investimento è stata successivamente ampliata ammettendo anche una quota di spese sostenute nei 6 mesi precedenti all'erogazione del finanziamento ed una quota di circolante (fino a un massimo del 20% dell'importo mutuato).

Tuttavia, in sede di controllo a campione della realizzazione dei progetti di investimento o nel caso di alcuni sinistri, è emerso che talvolta i fondi da destinare a progetti di internazionalizzazione, sono stati utilizzati per finalità differenti, tra cui il rientro da esposizioni in essere con il sistema bancario.

Come visto, l'esigenza di evitare comportamenti opportunistici ha spinto SACE a prestare una

maggiore attenzione nella selezione delle controparti bancarie e a un maggior rigore assuntivo, anche in termini di analisi dei progetti di investimento e dalla loro realizzabilità e rendicontazione.

Sono ovviamente ipotizzabili ulteriori correttivi, che facciano sì che lo strumento della garanzia SACE sia utilizzato per supportare effettivamente l'accesso al credito e l'internazionalizzazione delle imprese.

In particolare si può pensare a un duplice sistema di erogazione dei finanziamenti e di rendicontazione degli stessi:

- (i) per le piccole e medie imprese e in ogni caso per i finanziamenti inferiori a una soglia concordata – ad esempio 0,5 milioni di euro – conservare l'attuale processo di presentazione del *business plan* da parte dell'impresa, dell'erogazione in unica soluzione, e della rendicontazione successiva dei progetti;
- (ii) per il segmento *Mid Corporate* e per i finanziamenti superiori alla soglia concordata, si può prevedere l'erogazione in *tranche* dell'importo richiesto dietro presentazione delle fatture relative alle singole di spese;
- (iii) alternativamente garantire l'intero affidamento della singola banca verso l'impresa – quindi non solo le posizioni a medio lungo termine – in modo da non incorrere in rifinanziamenti del debito già in essere.

Nonostante nel corso degli anni il processo assuntivo di SACE sia stato radicalmente modificato per avere effetti positivi in termini contenimento del numero di *default* e indennizzi pagati, vi è ancora una sensibile asimmetria informativa tra SACE e le banche, che continuano



a disporre di più informazioni, quali il rapporto andamentale e la Centrale dei Rischi.

Nel corso degli anni si è cercato di limitare tale asimmetria informative, integrando il modulo di domanda della garanzia con alcune dichiarazioni della banca sull'effettivo merito di credito dell'azienda e sulla storia del rapporto con l'azienda da affidare (ad esempio, durata del rapporto, tipo di operatività in essere e così via).

6. Nuovi recenti sviluppi

Nel corso degli ultimi anni SACE ha continuato a sviluppare nuove forme di intervento che consentissero di supportare la crescita del sistema paese, in termini d'internazionalizzazione, di sviluppo di investimenti in infrastrutture e in settori strategici, in ambiti e con strumenti non sempre disponibili ad altri operatori, pubblici o privati. Alla luce delle esperienze maturate e in considerazione dei recenti sviluppi che hanno riguardato l'attività di altri soggetti che supportano le piccole e medie nell'accesso al credito nel corso del 2014 SACE ha promosso la costituzione di un fondo chiuso speculativo finalizzato alla sottoscrizione di titoli obbligazionari emessi da imprese non quotate - soprattutto piccole e medie imprese - con vocazione all'export e allo sviluppo internazionale denominato "Fondo Sviluppo Export". Il Fondo, con una dotazione patrimoniale di 350 milioni di euro, si affianca all'operatività consolidata di rilascio di polizze assicurative e garanzie finanziarie in favore degli intermediari creditizi, rafforzando l'impegno di SACE a supporto dell'internazionalizzazione dell'economia italiana. Nell'ambito dell'iniziativa SACE interviene nella duplice veste di investitore e di garante dei titoli sottoscritti.

La decisione strategica di SACE di sviluppare questo nuovo strumento è maturata alla luce dello

scarso riscontro del mercato per le nuove opportunità di finanziamento sul mercato dei capitali introdotte dal Decreto Sviluppo del 2012 e dai successivi interventi del Governo in materia. A quasi due anni di distanza dal varo del suddetto Decreto, che ha innovato la normativa italiana allo scopo di favorire l'accesso a canali di finanziamento diretto alternativi a quello bancario per le società non quotate (in particolare le piccole e medie imprese) eliminando una serie di limiti e vincoli (soprattutto di natura fiscale), le emissioni effettivamente collocate sul mercato o presso fondi comuni e investitori specializzati in questa particolare *asset class* appaiono, infatti, limitate.

La forte dipendenza del sistema produttivo italiano dal canale di finanziamento bancario (il credito alle imprese in Italia deriva per circa il 70% da debito bancario, contro il 39% della Francia e il 50% della Germania) espone le aziende a rischi di liquidità in contesti di *credit crunch*. Da aprile 2012 ad aprile 2013, ad esempio, in Italia si è assistito ad una riduzione del credito complessivamente concesso alle imprese di circa 70 miliardi di euro, con una parte importante della domanda di credito rimasta inevasa. Sebbene le politiche monetarie espansive di recente promosse dalla Banca Centrale Europea stiano attenuando gli effetti della stretta creditizia degli scorsi anni², la progressiva implementazione dei nuovi requisiti di vigilanza prudenziale imposti da Basilea III orienterà comunque le scelte di allocazione del credito da parte del sistema bancario verso settori/controparti che comportano un minor assorbimento di capitale.

In questo contesto si inserisce l'iniziativa di SACE di farsi promotore di un fondo di debito specializzato nella sottoscrizione di emissioni

² Sull'argomento si rinvia per un'analisi più dettagliata al contributo di Fiorenzo Di Pasquali in questo numero di Osservatorio Monetario



obbligazionarie *corporate*, che si pone la finalità, da un lato, di ampliare la gamma degli strumenti di credito offerti per il supporto al sistema-paese e, dall'altro, di contribuire allo sviluppo di un canale di finanziamento complementare a quello bancario, tenuto conto dei vantaggi offerti dal *debt capital market* in termini sia di diversificazione delle fonti finanziarie, sia di visibilità per le aziende emittenti (anche nella prospettiva di una possibile quotazione in Borsa).

In base al regolamento deliberato, il Fondo Sviluppo Export potrà investire in titoli obbligazionari secured o unsecured, con cedola a tasso fisso o variabile e con rimborso progressivo o in unica soluzione alla scadenza emessi da imprese industriali e di servizi italiane con meno di 3.000 dipendenti (fatta esclusione per le imprese operanti nei settori finanziario e immobiliare). La dimensione massima di ogni singolo investimento effettuato dal fondo potrà ammontare a euro 12,5 milioni (ferma restando la possibilità per il Fondo di sottoscrivere parzialmente un prestito obbligazionario insieme ad altri investitori o altri fondi, con alcuni dei quali sono stati siglati accordi di collaborazione). La valutazione del rischio di credito assunto da SACE nel garantire i titoli acquistati dal Fondo è in linea con quella effettuata in relazione all'attuale operatività di supporto alle piccole e medie imprese attraverso il canale bancario (circa 2 miliardi di euro di impegni deliberati a partire dal 2005 e oltre 3000 garanzie emesse), con analisi effettuata *case by case* per ogni singola emissione.

Il Fondo Sviluppo Export sarà gestito da una SGR appositamente selezionata. La SGR ha seguito, tra l'altro, la definizione del regolamento del Fondo (che consente la partecipazione anche di altri investitori - con alcuni dei quali sono in corso trattative avanzate - e ammette la possibilità di indebitamento bancario per il Fondo al fine di

sfruttare l'effetto leva finanziaria) e la procedura per l'ottenimento dalla Banca d'Italia del codice ISIN.

Con questo strumento SACE si propone nuovamente di incidere positivamente sui percorsi di crescita virtuosi delle eccellenze italiane offrendo fonti finanziarie alternative ed indispensabili per realizzare nuovi investimenti, fare ricerca, rinnovare la tecnologia e rafforzarsi sui mercati esteri.

APPENDICE – La natura della garanzia a prima richiesta e gli adempimenti per le banche.

L'intervento di SACE a supporto dell'accesso al credito delle PMI è *unfunded*, ossia non avviene attraverso il finanziamento diretto delle aziende ma con il rilascio di garanzie: (i) autonome; (ii) a prima richiesta; (iii) incondizionate.

L'articolo 11 *quinquies* delle Legge 80/2005 autorizza SACE a rilasciare garanzie a prima richiesta a copertura del “*Rischio di mancato rimborso dei finanziamenti prestati a sostegno del processo di internazionalizzazione di (i) PMI italiane o loro controllate e collegate estere; (ii) aziende italiane o loro controllate e collegate estere con fatturato annuo non superiore a euro 250 milioni*”.

Le condizioni generali della Garanzia, riprendendo il disposto legislativo, prevedono espressamente che:

“la Garanzia sul Mutuo costituisce una garanzia a prima richiesta, autonoma rispetto agli obblighi e ai diritti delle Parti e/o dell'Impresa Garantita derivanti dal Contratto di Mutuo e, pertanto, SACE sarà tenuta ad adempiere ai propri obblighi di pagamento di cui al presente paragrafo a fronte della semplice richiesta scritta da parte della Banca ... Non troveranno



applicazione le disposizioni di cui agli Articoli 1939, 1945 e 1955 del cod. civ.³”

“... SACE pagherà alla Banca, a prima richiesta di quest’ultima redatta secondo il modello di cui all’Allegato 7 alla Convenzione ... con rinuncia, ai sensi dell’Articolo 1944, comma 2° cod. civ., ad ogni obbligo di preventiva escussione dell’Impresa Garantita”

La garanzia di SACE è pertanto, una garanzia autonoma – rispetto al contratto di finanziamento sottostante – e a prima domanda, nel senso che l’obbligo di pagamento sussiste a fronte di una semplice richiesta scritta della banca. Vi è un’esplicita deroga agli articoli del Codice Civile italiano in tema di fideiussione, rinunciando alle eccezioni opponibili e alla preventiva escussione del debitore.

La garanzia di SACE, pur prevedendo adempimenti a carico della banca, si configura come incondizionata in quanto tutti gli adempimenti previsti nella Lettera di Garanzia, nelle Condizioni Generali della Garanzia e nella Convenzione SACE – banche, sono nel pieno controllo della banca finanziatrice e pertanto non fanno venire meno, ai sensi della normativa di vigilanza di Banca d’Italia, la natura di “garanzia incondizionata”. Gli adempimenti a carico della banca sono divisi in tre categorie in base alle tre possibili fasi del rapporto SACE – banca: (i) l’assunzione e la gestione; (ii) l’escussione della garanzia; e (iii) la gestione delle azioni di recupero.

L’inadempimento agli obblighi previsti da parte della banca può dare luogo:

- (i) alla contestazione in sede di escussione e conseguente rifiuto ad adempiere all’obbligo di indennizzare la banca;
- (ii) al ritardato pagamento dell’indennizzo, sino al momento in cui la banca avrà adempiuto, senza quindi pregiudicare il diritto della banca stessa a ricevere la prestazione dovuta da SACE.

Tra gli obblighi a carico della banca nella fase assuntiva rientrano:

- (i) La *diligenza professionale* (articolo 7.1 della Convenzione – obblighi della banca prima dell’invio della richiesta di garanzia)⁴.
- (ii) Il *rispetto degli obblighi informativi e monitoraggio delle posizioni* (articolo 7.2 della Convenzione – obblighi della banca successivi all’invio della Richiesta di Garanzia per tutto il periodo di durata della Garanzia sul Mutuo sino alla Richiesta di Escussione)⁵.

⁴ Articolo 7.1 della Convenzione: “la Banca si obbliga ad accertare con la dovuta diligenza professionale: (i) l’idoneità formale del Progetto ai fini del rilascio da parte di SACE della relativa Garanzia sul Mutuo; (ii) il rispetto da parte di ciascun Contratto di Mutuo di tutti i requisiti di cui all’Allegato 2 (“Regolamento del Mutuo”) e (iii) il rispetto da parte delle Imprese dei requisiti di cui all’Articolo 2.3 (PMI o aziende con fatturato non superiore ai 250 milioni di euro), (iv) la titolarità dei poteri del soggetto firmatario, in nome e per conto dell’Impresa, del Contratto di Mutuo e della Lettera di Manleva e Garanzia”.

⁵ Articolo 7.2 (i)-(iii) della Convenzione. “la Banca, si obbliga a: (i) fornire a SACE ogni informazione, di cui la Banca sia venuta a conoscenza, che possa rendere non veritiera, inaccurata o incompleta alcuna delle dichiarazioni rese dalla stessa Banca ai sensi dell’Allegato 4 (“Richiesta di Inserimento Nuova Garanzia”); (ii) erogare per cassa l’intero importo di ciascun Mutuo senza sollevare eccezioni di compensazione nei confronti delle Imprese Garantite; (iii) svolgere, con la dovuta diligenza professionale, le attività di gestione dei Mutui, delle relative Garanzie

³ Art. 1939 (Validità della fideiussione), 1945 (Eccezioni opponibili dal fideiussore), 1955 (Liberazione del fideiussore per fatto del creditore).



(iii)

SACE fa affidamento per la propria valutazione sulla veridicità di quanto indicato dalla banca in fase assuntiva, per questo motivo il mancato rispetto degli obblighi di diligenza professionale e informativi da parte della banca, può dare luogo alla contestazione da parte di SACE in sede di escussione e al conseguente rifiuto di pagare l'indennizzo. Tale contestazione è possibile esclusivamente nel caso in cui SACE se fosse stata correttamente informata avrebbe potuto deliberare il rifiuto della propria garanzia o l'avrebbe potuta deliberare a condizioni differenti. Tra gli obblighi della banca in sede di escussione della garanzia, rientrano:

- 1) La tempestiva escussione di SACE al verificarsi dei *trigger* previsti nel contratto di finanziamento e/o nella Convenzione;
- 2) La messa in mora del debitore – dichiarazione di decadenza dal beneficio del termine – e conseguente escussione di SACE⁶.

Il mancato rispetto di tali obblighi può determinare, a secondo dei casi, o il ritardato adempimento da parte di SACE sino a quando la banca non abbia correttamente e completamente adempiuto a quanto previsto in sede di escussione, oppure nei casi più gravi, il rifiuto da parte di SACE ad adempiere qualora l'inadempimento

sui Mutui e delle eventuali ulteriori garanzie ottenute in relazione agli stessi ...”.

⁶ Articolo 5.4 della Convenzione “*la Banca si obbliga ad escutere la Garanzia sui Mutui entro 90 (novanta) Giorni Lavorativi dalla data di invio della comunicazione di decadenza dal beneficio del termine e/o risoluzione di cui al precedente Articolo 5.3, trasmettendo a SACE una comunicazione secondo il modello riportato all’Allegato 7 (“Richiesta di Escussione e dichiarazioni della Banca in caso di Default”)...*”

della banca abbia pregiudicato le possibilità di SACE di recuperare in sede giudiziale o extra-giudiziale quanto SACE è stata chiamata a indennizzare.

Tra gli obblighi a carico della banca nella gestione delle azioni di recupero vi è l’attivazione – anche in nome e per conto di SACE – di tutte le azioni necessarie alla tutela delle ragioni di credito della banca e di SACE. Il mancato o non corretto adempimento di tali obblighi non comporta il venir meno per la banca del diritto di percepire la prestazione dovuta da SACE.

Inoltre, all’articolo 2 delle Condizioni Generali della Garanzia sul Mutuo è previsto che:

“L’efficacia della Garanzia sul Mutuo resta sospensivamente condizionata: (i) alla stipula del Contratto di Mutuo, (ii) alla sottoscrizione della Lettera di Manleva e Garanzia, (iii) all’erogazione di cui al Contratto di Mutuo stesso. Tali circostanze dovranno comunque verificarsi entro il termine perentorio di 60 giorni dal rilascio della presente Garanzia sul Mutuo. Trascorso inutilmente detto termine la presente Garanzia sul Mutuo diverrà definitivamente inefficace”, e l’Articolo 3 delle Condizioni Generali della Garanzia sul Mutuo prevede che: “Il mancato pagamento della Commissione di Istruttoria e/o del Corrispettivo SACE o del Corrispettivo Upfront nel termine di 30 giorni decorrenti rispettivamente dal giorno 10 di ogni mese per la Commissione di Istruttoria, dalla Data di Pagamento per il Corrispettivo SACE e dal giorno 10 di ogni mese successivo alla Data di Erogazione del Mutuo per il Corrispettivo Upfront, determina la decadenza della Banca dal diritto di percepire la prestazione di garanzia di cui al precedente Articolo 2”.

Anche gli adempimenti previsti agli articoli 2 e 3 sopra indicati, non comportano il venir meno del requisito di “garanzia incondizionata” in quanto



sono tutti adempimenti nel pieno controllo della banca.

Le garanzie di SACE rispondono quindi ai requisiti generali e particolari, previsti dalla Circolare n. 263/2006, da rispettare per consentire alle banche di dare peso zero alle garanzie. I requisiti generali sono: (i) la certezza giuridica; (ii) il tempestivo realizzo; (iii) la dettagliata informativa al pubblico e (iv) i precisi requisiti organizzativi. In base ai requisiti specifici: la garanzia deve essere: (i) diretta; (ii) esplicita; (iii) completa; (iv) senza condizioni; (v) irrevocabile e (vi) a prima richiesta.



5. IL FINANCIAL CROWDFUNDING: UNO STRUMENTO ALTERNATIVO DI FINANZIAMENTO DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE ♦

Introduzione

Il termine *crowdfunding* indica lo sforzo di una moltitudine di individui che mettono in comune le proprie risorse, usualmente tramite un sito web (ossia una piattaforma di raccolta online) per sostenere i progetti/iniziative di altre persone o organizzazioni.

Il *crowdfunding* è un fenomeno tanto recente quanto discusso per la sua vertiginosa evoluzione. Alla nascita del *crowdfunding* (nel 2005), l'elemento caratterizzante era il desiderio della folla di finanziare (spesso tramite donazioni) progetti sociali e/o imprenditoriali condivisi, ma l'evoluzione di questo fenomeno ha assunto sempre più i connotati di uno strumento finanziario utilizzato da giovani *startupper* per finanziare i loro giovani progetti imprenditoriali. In tale contesto, hanno assunto una particolare criticità gli aspetti di natura finanziaria che connotano il *crowdfunding*, per i potenziali rapporti di complementarità e/o sostituibilità con le forme più tradizionali di intermediazione finanziaria.

Il presente lavoro si pone l'obiettivo di fornire un'analisi dell'esperienza del *Financial return crowdfunding*, riferito dunque a quei modelli di *crowdfunding* che svolgono principalmente la tipica funzione di intermediazione finanziaria. Data l'importanza delle potenzialità del fenomeno per lo sviluppo delle imprese nel nostro paese, il regolatore italiano ha messo a punto una specifica normativa tesa a promuovere tale strumento alternativo, utile al rilancio del sistema

imprenditoriale, attraverso semplificazioni ed agevolazioni di diverso tipo finalizzate a favorire l'accesso al credito e l'internazionalizzazione delle imprese, mantenendo al tempo stesso la tutela degli investitori tramite le regole (e le rigidità) tipiche dei mercati finanziari.

Trattandosi di un fenomeno nato dal web e dal legame con *social networks* è evidente come lo sviluppo in Italia di tale strumento di finanziamento alternativo passi anche da una adeguata vigilanza del fenomeno a livello internazionale, in quanto può prestarsi ad operazioni di finanziamento *cross border*.

Il lavoro affronta dapprima la definizione del fenomeno evidenziando le varie tipologie, analizzando le motivazioni della sua nascita e l'evoluzione avuta fino ai giorni nostri. Segue l'analisi dello sviluppo del *crowdfunding* in Europa e, quindi, lo stato dell'arte di tale metodologia nel nostro paese, soffermando altresì l'attenzione sulla disciplina attualmente in essere e sui possibili impatti che il *crowdfunding* in prospettiva potrebbe avere per il sostegno della crescita delle nostre piccole e medie imprese.

1. Nascita ed evoluzione del *crowdfunding*

Per comprendere a pieno il significato del *crowdfunding* è necessario esaminare brevemente la nascita e lo sviluppo di questo fenomeno che nell'ultimo decennio è diventato per taluni settori uno dei principali mezzi di raccolta di risorse finanziarie alternative.

Il fenomeno del *crowdfunding*, se pur entrato in scena in maniera impetuosa solo negli ultimi anni, si basa sul concetto, non nuovo, della partecipazione a una causa alla quale ci si sente particolarmente legati. La motivazione della moltitudine di individui a finanziare o contribuire dipende non dalla valutazione del credito del soggetto richiedente (così come avviene di consueto nel mercato finanziario) bensì dalla

♦ A cura di Giuliana Borello.

Si ringrazia il Prof. Flavio Pichler dell'Università di Verona per il fondamentale supporto.



natura del progetto che richiede di essere finanziato per poter essere realizzato. L'aspetto sociale che spinge gli individui a partecipare è un fattore determinante e considerato superiore al riconoscimento (non solo di tipo economico) che il soggetto finanziato in genere corrisponde ai suoi finanziatori.

Il primo noto esempio di questo fenomeno è attribuito alla raccolta di fondi finalizzata alla costruzione del piedistallo necessario per sorreggere la Statua della Libertà che i francesi donarono agli USA nel 1885. Lo Stato di New York in quegli anni non possedeva abbastanza risorse per sostenere per intero il costo della costruzione del piedistallo, così il giovane giornalista Joseph Pulitzer decise di sollecitare la raccolta dei 100.000 dollari necessari alla realizzazione del progetto tramite il quotidiano "The New York World" presso il quale lavorava, promettendo in cambio di pubblicare sul giornale il nome di ciascun donatore a prescindere dall'importo donato. I risultati furono sorprendenti e la campagna di raccolta raggiunse la cifra richiesta in soli cinque mesi, grazie alla disponibilità dei 120.000 cittadini che donarono qualche moneta, anche d'importo inferiore al dollaro pur di vedere il proprio nome pubblicato sul noto giornale.

In realtà l'evento che ha riportato alla ribalta il fenomeno su scala internazionale è databile nel 2008 quando il candidato alla presidenza degli Stati Uniti Obama si rivolse al *web* per la raccolta di fondi a sostegno della sua prima campagna elettorale. Raccolse 500 milioni di dollari da centinaia di migliaia di piccole donazioni che nel 50% dei casi erano inferiori ai 25 dollari. E' Obama stesso che nel 2011, alla luce della contrazione del credito da parte delle banche commerciali, promuove il *crowdfunding* quale strumento per garantire l'accesso ai capitali e la crescita delle piccole e medie imprese.

Il concetto di *crowdfunding* è strettamente legato alla nascita del cosiddetto *crowdsourcing* che è stato definito per la prima volta nel 2006 da Jeff Howe sulla rivista *Wired* come un'attività partecipativa attraverso la quale una persona o istituzione propone ad un gruppo di individui, mediante un annuncio aperto e flessibile, la realizzazione libera e volontaria di un compito specifico. La realizzazione di tale compito, di complessità variabile, e nella quale il gruppo di riferimento deve partecipare apportando lavoro, denaro o conoscenze specifiche implica sempre un beneficio per le parti. L'utente benefattore ottiene, in cambio della sua partecipazione, la soddisfazione personale per aver partecipato attivamente alla realizzazione di un determinato progetto e, talvolta, anche un riconoscimento concreto da parte del richiedente (noto come *crowdsourcer*). Il *crowdsourcer* ottiene e utilizza a proprio beneficio il contributo offerto dall'utente. Si comprende facilmente che il *crowdsourcing*, fondato sul concetto di apertura al pubblico, è particolarmente legato al fenomeno dei *social network* e *social media* che apportano una rapida e facile diffusione d'informazioni all'interno di una community. Si tratta dunque di un sistema che, sfruttando le potenzialità del Web 2.0, riesce a mobilitare soggetti, situati anche in zone geografiche lontane, interessati a dare il proprio contributo finanziario a progetti/iniziative di cui, spesso, condividono le finalità.

Le richieste di finanziamento tramite le piattaforme di *crowdfunding* si strutturano in due stadi ben specifici che ciascuna piattaforma definisce in dettaglio secondo la tipologia di utenti/progetti a cui si rivolge. Al primo stadio il richiedente fondi si rivolge alla piattaforma per la pubblicazione del progetto che intende farsi finanziare, fornendo le informazioni necessarie alla decisione di investimento da parte dei datori di fondi. In un secondo stadio, sulla base di tali

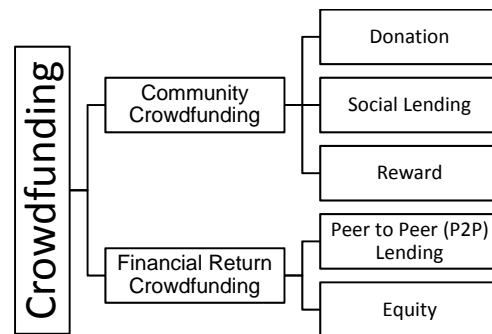
informazioni, i soggetti potenzialmente interessati al finanziamento possono quindi decidere se conferire o meno il proprio contributo. La piattaforma, che mette in contatto le due controparti, riceve una remunerazione per i servizi prestati ai datori e ai richiedenti fondi. Il ruolo svolto dalla piattaforma può assumere vari gradi di intensità: mentre alcune piattaforme si limitano a fornire un sito web dove dare visibilità ai progetti, in altri casi la piattaforma risulta invece fortemente impegnata nel facilitare l'incontro tra le diverse richieste, offrendo altresì servizi di consulenza o di *due-diligence*¹. Nel primo caso le piattaforme tendono a configurarsi come “*online marketplace*”, che consentono semplicemente agli ideatori di un progetto/iniziativa imprenditoriale di presentare i propri prodotti, di gestire la campagna di vendita e di raccogliere ordinativi. Nel secondo modello emerge, invece, in maniera più netta il ruolo della piattaforma nel fungere da “intermediario finanziario” tra i due soggetti: datori e richiedenti fondi.

Nell'ampio novero delle iniziative di *crowdfunding* ad oggi esistenti, una prima classificazione dei modelli di *crowdfunding* in base al ritorno economico (o meno) per gli investitori e in base alla natura di tale ritorno, consente di distinguere cinque categorie di *crowdfunding*: il *donation crowdfunding*, il *social lending*, il *reward crowdfunding*, il *peer-to-peer (P2P) lending* e l'*equity crowdfunding*².

Solo gli ultimi due modelli di *crowdfunding* (*P2P lending* ed *equity crowdfunding*) forniscono al datore di fondi un ritorno economico sostanziale, (confrontabile/alternativo ai tradizionali strumenti finanziari). Tali modelli svolgono la tipica funzione di intermediazione finanziaria e per

questo sono definiti modelli di *financial return crowdfunding* (Figura 1).

FIG. 1 - I modelli di crowdfunding



Fonte: Kirby e Worner, IOSCO (2014), p. 8.

I modelli di *crowdfunding* del tipo *social lending*, *donation* e *reward* risultano accomunati dalle motivazioni che, di norma, spingono i soggetti al finanziamento del progetto: senso di appartenenza, valore etico del progetto, riconoscimento morale (*community crowdfunding*). Il ritorno economico-finanziario derivante dall'investimento, nella forma di rendimento a fronte dell'investimento sostenuto, costituisce, di contro, una variabile non fondamentale nella decisione di finanziamento dell'iniziativa. Una classificazione più articolata, relativamente al tipo di ritorno non finanziario atteso, distingue tra *sponsoring*, *pre-selling* e *reward* vero e proprio (European Commission, 2013)³.

Con riferimento alla distinzione tra *community* e *financial return crowdfunding*, merita di essere menzionata la posizione di coloro che ritengono assimilabile al modo di agire dell'investitore finanziario anche il caso di un soggetto che sostiene progetti nell'ambito di piattaforme del tipo *reward*, poiché l'aspettativa è comunque

¹ Cfr. Hemer J. (2011), *A snapshot on crowdfunding*, Working Papers Firms and Regions, R2/2011 p.10-11

² Cfr. Kirby E., Worner S. (2014), 'Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast', IOSCO Staff Working Paper, n. 3

³ European Commission (2013), 'Consultation Document. Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU action', ottobre

sempre riconducibile al successo dell'iniziativa finanziata (Agrawal, Catalini e Goldfarb, 2011)⁴.

Il *financial crowdfunding*, inteso quale modello in cui i potenziali investitori sono attratti "anche" dal ritorno finanziario del progetto finanziato, può essere considerato l'evoluzione dei caratteri di sostegno, originalità e flessibilità (nei rapporti dei soggetti coinvolti del *community crowdfunding*) verso la partecipazione, condivisione e credibilità convalidata dal basso di ciascun progetto. Al *financial return crowdfunding* sono chiaramente riconducibili le piattaforme di *peer-to-peer lending* (talvolta note con il termine *person-to-person lending*) e di *equity crowdfunding*, nell'ambito delle quali i soggetti che conferiscono le proprie quote di denaro si attendono una remunerazione di tipo economico per il capitale fornito a titolo di debito, ovvero di capitale di rischio.

Le piattaforme di *P2P lending* si delineano come prestatori di servizi non strettamente bancari finalizzati a porre in essere operazioni di "concessione di prestiti" (*lending*) di limitato importo direttamente ed esclusivamente tra persone fisiche interessate a prestare modeste quantità di denaro (*lenders*) a soggetti aventi necessità di finanziamento (*borrowers*) tramite una piattaforma *web* e pertanto senza ricorrere ai tradizionali soggetti d'intermediazione creditizia.

Le piattaforme di *equity crowdfunding* invece si delineano come un vero e proprio mercato primario in cui è possibile sottoscrivere azioni di *start-up* innovative private.

Il presente lavoro si focalizza esclusivamente sui modelli di *financial return crowdfunding*, dati i potenziali rapporti di complementarità e/o

sostituibilità con le forme più tradizionali di intermediazione finanziaria.

Sebbene meno rilevanti in termini dimensionali e tuttora non presenti nei confini nazionali, si segnala anche l'esistenza delle piattaforme di *crowdfunding* definite di tipo *profit sharing*, nelle quali i finanziatori conferiscono risorse finanziarie a fronte della partecipazione ai futuri profitti generati dal progetto. Tali piattaforme vengono quindi ad assumere caratteristiche molto simili all'*equity crowdfunding*⁵.

2. Il crowdfunding in Europa

Se si prende in considerazione la data di costituzione della maggior parte delle piattaforme, il *crowdfunding* in Europa è certamente un fenomeno molto recente che sta sperimentando tassi di crescita considerevoli. La Commissione Europea ha stimato che le piattaforme abbiano raccolto fondi per 445 milioni di euro nel 2011, 735 milioni di euro nel 2012 e 1 miliardo di euro nel 2013⁶. Inoltre tale fenomeno sta assumendo connotazioni di particolare rilievo, soprattutto per quanto attiene agli aspetti di natura finanziaria che lo contraddistinguono.

Il *P2P lending* è nato nel Regno Unito dove, nel 2005, è stata istituita la prima piattaforma "Zopa" e dove ad oggi si è sviluppato il maggior numero di piattaforme rispetto agli altri Paesi europei. Tale dinamica evolutiva sembra essere stata favorita dalla morfologia del sistema finanziario anglosassone, e cioè da un sistema tipicamente

⁴ Agrawal A. K., Catalini C., Goldfarb A. (2011), 'The Geography of Crowdfunding', NBER Working Paper Series, n. 16820.

⁵ Cfr. Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. (2014), *Crowdfunding: tapping the right crowd*, in Journal of Business Venturing, vol. 29, n. 5, pp. 585-609.

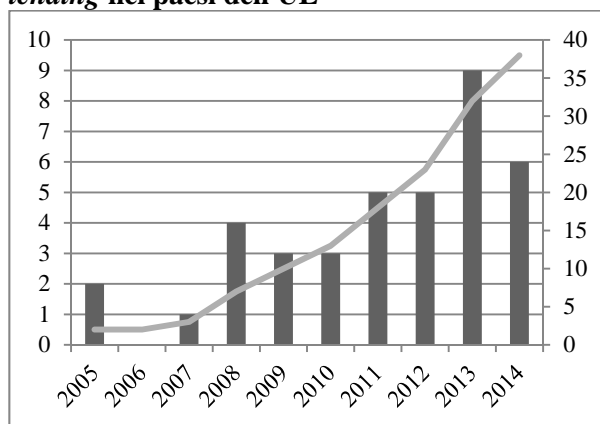
⁶ Cfr. European Commission (2014), *Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union*. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, marzo, p. 2.



market based⁷. Gli altri Paesi dell'Unione Europea attivi nel settore sono: Belgio, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Italia, Polonia, Spagna e Svezia.

Solo dal 2008, e con maggiore intensità dal 2011, il numero delle piattaforme di *P2P lending* è aumentato, come mostrano i dati riportati nella FIG. 2. È peraltro agevole notare come l'arco temporale interessato dall'evoluzione delle piattaforme sia temporalmente sovrapponibile con lo scoppio della crisi finanziaria e il conseguente *credit crunch* nell'Unione Europea: ciò induce a ritenere che la crisi finanziaria abbia favorito la ricerca di modalità nuove di finanziamento e quindi abbia reso possibile lo sviluppo del fenomeno.

FIG. 2 - Numerosità delle piattaforme di *P2P lending* nei paesi dell'UE



Infatti, a livello di Commissione Europea⁸ si ritiene che nel 2013 la principale difficoltà per le PMI europee sia stato l'accesso al credito a causa della contrazione del supporto finanziario

⁷ Dato confermato dall'Indice di Finanziarizzazione (pari al rapporto tra il valore delle attività finanziarie e il prodotto interno lordo nazionale – PIL) nei Paesi dell'Unione Europea.

⁸ ECB-European Commission SMEs' Access to Finance survey 2013, http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/2013-safe-analytical-report_en.pdf.

pubblico (-13%), del credito da parte delle banche (-11%), della svalutazione e riduzione dei crediti commerciali (-4%) e della minor propensione al rischio degli investitori (-1%). Il quadro appare pertanto particolarmente preoccupante se si considera che il 99 % delle imprese nell'Unione Europea (circa 23 milioni) è costituito da piccole e medie imprese, ossia imprese che impiegano meno di 250 addetti e che hanno un fatturato inferiore a € 50 milioni, e/o un bilancio annuale totale non superiore a € 43 milioni. Dunque, le piccole e medie imprese rivestono un ruolo cruciale per la ripresa dell'Europa, in quanto attualmente capaci di creare 2 posti di lavoro su 3 nel settore privato e di mantenere un tasso di crescita dell'occupazione pari al doppio rispetto alle grandi aziende. Se si considera il peso che possono assumere le piccole e medie imprese e le difficoltà incontrate nell'ottenere credito secondo i canali più tradizionali, si spiega il loro interesse verso forme alternative di finanziamento, tra cui anche il *crowdfunding*.

Per quanto riguarda l'*equity crowdfunding* nell'Unione Europea, la sua attivazione è più recente (solo a partire dal 2009⁹) sebbene in decisa proliferazione dal 2012 con una particolare diffusione nel Regno Unito, dove il numero di piattaforme costituisce oltre il 50% di quelle presenti nell'Unione Europea. Tuttavia l'*equity crowdfunding* riveste un ruolo ancora marginale (in termini sia di volumi che di progetti) rispetto alle altre tipologie di *crowdfunding*¹⁰.

Considerato l'attuale contesto economico, il coinvolgimento di piccoli e grandi investitori, potrebbe configurarsi come lo strumento ottimale

⁹ La prima piattaforma, denominata *CrowdCube*, è nata nel 2009 nel Regno Unito.

¹⁰ Cfr. *Crowdfunding Industry Report (2014), Massolution: Crowdfunding Industry Report: Market Trends, Composition and Crowdfunding Platforms*. Crowdsourcing, LLC.

per alimentare la fiducia tra tutti i soggetti economici tipicamente coinvolti in una campagna di *equity crowdfunding*: imprenditori, *advisor* finanziari, legali e investitori. Inoltre, il coinvolgimento di un maggior numero di soggetti, in primis tra i potenziali investitori, determina una prima manifestazione di interesse e bontà del progetto. Questo fenomeno è noto con il termine di “democratizzazione della finanza”, ossia tutti possono richiedere fondi per la realizzazione di un progetto (e quindi accedere al credito) ma la concessione del finanziamento dipende dalla scelta dei potenziali investitori chiamati a valutare la bontà del progetto stesso tramite il loro diretto investimento. Difatti, la scelta d’investimento di piccoli e grandi investitori tra i progetti potenzialmente finanziabili (in particolare del settore culturale e creativo) consente una prima verifica degli interessi e delle preferenze degli utenti/consumatori svelate tramite la loro scelta d’investimento. In un contesto di mercato in cui l’incertezza della domanda di beni/servizi è elevata tale fattore è indiscutibilmente di grande importanza.

Come visto, il numero di piattaforme di *equity crowdfunding* operative in Europa è tuttora molto ridotto (e concentrato nel Regno Unito): ciò è anche in parte attribuibile all’incertezza normativa riscontrata nei restanti paesi dell’Unione Europea. Nel Regno Unito, infatti, le piattaforme sono vigilate come i tradizionali intermediari finanziari dalla *Financial Conduct Authority* (FCA), mentre sono ancora pochi gli Stati membri dell’Unione Europea che hanno disciplinato il quadro regolamentare delle piattaforme di *equity crowdfunding*. In Germania, ad esempio, le piattaforme che non forniscono alcun servizio di intermediazione e/o consulenza all’investimento possono decidere di non essere iscritte all’albo

degli intermediari finanziari¹¹. In Francia, invece, le piattaforme hanno l’obbligo di iscrizione all’albo degli intermediari che forniscono servizi di consulenza finanziaria. In Italia le piattaforme hanno l’obbligo di iscrizione presso l’albo di *equity crowdfunder* creato *ad-hoc* dalla Consob. Gli altri paesi dell’UE non si sono ancora pronunciati apertamente sebbene abbiano manifestato il loro interesse sul tema, e ciò genera un’elevata incertezza da parte di tutti i soggetti coinvolti: piattaforme, imprenditori ed investitori. Lo sviluppo del *financial return crowdfunding* (*P2P lending* ed *equity crowdfunding*) potrebbe stimolare l’intera economia europea in quanto le imprese hanno l’opportunità di farsi finanziare e conoscere, sin dalla loro fase di *start-up*, da una platea di consumatori molto più vasta rispetto a quella nazionale. In settori più maturi è (stato) necessario livellare il piano di gioco (noto come processo di *level playing field*); qui al contrario vi è l’opportunità di definire insieme e per la prima volta il contesto normativo e dunque le ‘regole di gioco’ in cui far operare le piattaforme di *crowdfunding* che possano al meglio incentivare la creatività e la nascita di nuove imprese fornendo al tempo stesso un adeguato livello di tutela degli investitori *retail*.

3. L’esperienza italiana del *crowdfunding*

In Italia il *crowdfunding* ha fatto la sua comparsa nel 2005 con la piattaforma *Produzioni da Basso* rivolta ad artisti (di qualsiasi genere) che necessitano denaro e approvazione per diffondere e consolidare la loro arte. La piattaforma è stata sin da subito aperta a tutti gli utenti, gratuita, senza filtri e senza vincoli ed ha iniziato a raccogliere sul proprio sito i primi progetti di

¹¹ Cfr. Dapp T. F., Laskawi C., (2014), ‘*Crowdfunding - Does crowd euphoria impair risk consciousness?*’ Deutsche Bank Research, maggio.



artisti quando ancora non si parlava di “crowdfunding”. Con la diffusione del *crowdfunding* a livello internazionale è stata utilizzata dagli *early adopter* internazionali e provenienti dai più svariati ambiti culturali e produttivi tale modello di business. Ad oggi la piattaforma è cresciuta sia in termini di numero che di qualità delle progettualità; sostenuta da circa 54 mila utenti ha complessivamente finanziato per intero più di 500 progetti per un valore complessivo di quasi 1,3 milioni di €

A maggio 2014¹² in Italia si contavano 54 piattaforme, di cui 41 attive. Di queste, 19 erano *reward*, 7 *donation*, 2 *P2P lending* e 2 *equity* (altre 7 si sono aggiunte ad agosto¹³). Ci sono poi 11 piattaforme ibride, risultato della combinazione di 2 o più modelli di *crowdfunding*, quasi unicamente di tipo *reward* e *donation*. Considerando che a fine 2013 si contavano 41 piattaforme, il numero è aumentato a 54 in soli sei mesi. Se si pensa che nel frattempo 6 piattaforme hanno chiuso l’attività, sono oltre 15 le piattaforme nate o lanciate nel primo semestre 2014.

Il valore complessivo dei progetti finanziati attraverso le piattaforme italiane è pari a poco più di 30 milioni €, cui concorrono in misura predominante le piattaforme *lending-based* per il 77% e solo lo 0,3% le piattaforme di *equity*.

Per fare una riflessione completa sul *crowdfunding* in Italia non è sufficiente concentrare l’attenzione solo sui volumi del mercato ma è necessario considerare anche il numero di operatori esistenti e pertanto anche il numero di utenti a cui si rivolgono.

¹² Cfr. Castrataro D. e Pais I., Italian Crowdfunding Network report, Maggio 2014 pag.4.

¹³ Sezione "Albi ed Elenchi" del Bollettino elettronico della Consob (Disponibile http://www.consob.it/main/intermediari/cf_gestori/index.html)

Nel 2008 sono nate le prime due piattaforme di *P2P lending*: *Zopa Italia* (società in franchising di *Zopa UK*) e *Boober* ma dopo solo pochi mesi (luglio 2009) la Banca d’Italia ne ha disposto la sospensione dell’attività (sebbene per motivi differenti). *Zopa Italia* ha ripreso la sua attività nel gennaio 2012, con il nome di *Smartika* e, dopo aver ottenuto l’iscrizione all’Albo degli Istituti di Pagamento.

Ad oggi in Italia è presente solo un’altra piattaforma di *P2P lending*: *Prestiamoci*¹⁴ che ha iniziato la sua attività nel 2010 anche se questa ha luogo con una certa intermittenza.

La piattaforma *Terzo Valore*, nata nel 2012 su iniziativa di Banca Prossima (banca del Gruppo Intesa Sanpaolo dedicata esclusivamente al mondo *no-profit* laico e religioso), è considerata una *community crowdfunding* avendo la piattaforma un modello ibrido di *social lending* e *donation* in quanto dedicata a progetti con scopo sociale e rivolta *in primis* ad organizzazioni *no-profit*.

Il mercato del *P2P lending* in Italia è piuttosto limitato (sia in termini di volumi che in termini di numerosità dei prestiti finanziati), soprattutto se confrontato alla vivacità di quello internazionale¹⁵.

¹⁴ *Prestiamoci* è un marchio commerciale di proprietà di *Agata Spa* che alla fine del 2013 ha ricevuto un finanziamento da *Digital Magics*.

¹⁵ Lo scorso maggio 2014, in USA, *Lending Club* ha prestato l’equivalente di 200 milioni € e la concorrente *Prosper* 91 milioni €, in Inghilterra¹⁵ operano circa 20 piattaforme di cui *Ratesetter* che ha prestato 27 milioni €, *Zopa* 26 milioni € e *FundingCircle* 21 milioni € mentre l’italiana *Smartika*¹⁵ si ferma a 0,4 milioni €. La straordinaria crescita del *p2p lending* negli USA è stata registrata lo scorso agosto della piattaforma statunitense *Lending Club* che ha dato luogo ad un’ingente operazione di cartolarizzazione tramite la quale la piattaforma ha ceduto una prima tranche di crediti a cui la nota società di rating *Standard & Poor’s* ha affidato un rating A.

A maggio 2014 il mercato dell'*equity crowdfunding in Italia* era caratterizzato dalla presenza di 4 piattaforme e solo 4 progetti che richiedevano di essere finanziati, di cui solo due hanno concluso la raccolta, con esito positivo.

Nello scorso mese di agosto sono state autorizzate dalla Consob altre 7 piattaforme e lanciati altri progetti, sebbene ad oggi solo uno si sia concluso con successo. A prescindere dall'esito, il modello dell'*equity crowdfunding* si sta sviluppando più lentamente di quello che ci si potesse aspettare. Ad oggi si riscontra esclusivamente la corsa alla creazione di piattaforme che il mercato italiano sembra sperimentare per tutti i modelli (a eccezione del *P2P lending*). Si rischia quindi una frammentazione tra operatori, a fronte di un pubblico di investitori che probabilmente ha ancora bisogno di educazione in questo campo e un bacino potenziale di aziende al momento ancora limitato (meno di 2000 startup innovative iscritte al Registro delle imprese)¹⁶.

Tra le tendenze del mercato si conferma la crescita delle piattaforme ibride (che offrono vari servizi e opportunità ai progettisti) e di quelle settoriali (che si rivolgono solo ad un determinato settore produttivo o nicchia di investitori); si riscontra altresì il successo dei progetti finanziati con la modalità *Do It Yourself*, in cui il richiedente fondi non ricorre alle piattaforme di *crowdfunding* ma gestisce l'intera campagna di raccolta autonomamente tramite il proprio sito *web*¹⁷.

3.1. Il quadro normativo italiano

Il nostro legislatore ha dimostrato una spiccata sensibilità in materia di *crowdfunding* dapprima introducendo specifiche norme sul microcredito (assimilato al *financial return lending*) nel nuovo Titolo V del Testo Unico Bancario (T.U.B.) e successivamente con la legge 221/2012 ha delegato la Consob a disciplinare in tema di *equity crowdfunding*. La Consob, al termine di un processo di consultazione pubblica, ha adottato il 26 giugno 2013 (delibera n. 18592/2013) una regolamentazione dedicata all'*equity crowdfunding*, dimostrandosi apripista per tutti i legislatori europei ed internazionali. L'Italia infatti è divenuto il primo Paese nel mondo a dotarsi di una regolamentazione in materia.

Tale normativa ha introdotto l'obbligo di registrazione nella sezione "ordinaria" per i gestori "puri" di portali, mentre le banche e le imprese di investimento autorizzate alla prestazione dei relativi servizi di investimento possono gestire portali *online* senza obbligo di registrazione, ma mantengono l'obbligo di comunicazione alla Consob e sono inclusi in una sezione "speciale", ai fini della trasparenza.

Una delle principali critiche mosse a tale normativa consiste nell'obbligo del gestore del portale a verificare che una quota almeno pari al 5% degli strumenti offerti (per ciascun progetto) sia stata sottoscritta da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori. Tra gli investitori professionali, sono stati inseriti anche gli incubatori di *start-up* innovative, ossia, proprio coloro che fanno crescere queste realtà, diventando i primi a poterle/doverle sostenere. L'attuale disciplina in materia di *equity crowdfunding*, rimette in discussione tra i giuristi il tradizionale *trade-off* tra benefici di una diffusione/distribuzione indistinta tramite il *web* degli strumenti finanziari e i costi di protezione degli investitori sollecitati, dal momento che i

¹⁶ Cfr. Pais I., Peretti P., Spinelli C., (2014) 'Crowdfunding. La via collaborativa all'imprenditorialità', Egea Editore.

¹⁷ Nel primo semestre 2014 si è assistito al lancio di alcuni grandi progetti "fai da te", come il Festival Internazionale del Giornalismo, 100giornix100 Orti di Slow Food e Un Passo per San Luca.



bassi costi della comunicazione e della rete distributiva aggravano il rischio di frodi. D'altro canto gli importi modesti potrebbero rendere la "folla" di investitori particolarmente incauta ed ingenua di fronte a promesse improbabili da parte di operatori senza scrupoli.

Ma se da un lato si auspica il rilancio del sistema imprenditoriale attraverso agevolazioni di diverso tipo (fiscali, lavoristiche e di semplificazione) per favorire l'accesso al credito e l'internazionalizzazione delle imprese, dall'altro è necessario tutelare gli investitori tramite le regole (e le rigidità) tipiche dei mercati finanziari.

In questo evidente "tiro alla fune" tra le esigenze di semplicità del quadro regolamentare delle PMI nate nella generazione del web 2.0 e una disciplina relativa ai servizi d'investimento rigida ma tesa a limitare i rischi per gli investitori, si collocano le esigenze di un intero Paese.

L'attuale disciplina in tema di *equity crowdfunding* è dedicata principalmente agli aspetti di pre-collocamento degli strumenti finanziari emessi, lasciando però inesplorati gli aspetti di diritto societario conseguenti al perfezionamento del collocamento. La partecipazione al progetto imprenditoriale si concretizza nell'emissione di titoli il cui valore consiste nei diritti amministrativi e patrimoniali che il sottoscrittore potrà esercitare in qualità di socio. Tali diritti dipendono innanzitutto dal modello societario prescelto (Srl, Spa, Sapa o cooperativa) e dallo statuto adottato.

Il legislatore non ha predisposto uno speciale modello societario per le start-up innovative che ottengono il finanziamento tramite un processo di *crowdfunding*, ma suggerisce alle start-up innovative l'adozione della ragione sociale della Società a responsabilità limitata (Srl) modificata però a somiglianza di una società azionaria. Nello specifico la start-up innovativa Srl ha la possibilità di offrire al pubblico quote di Srl,

derogando al divieto di operazioni sulle proprie quote, alla possibilità di creare categorie di quote con diritti diversi (ivi comprese quelle con limitazioni al diritto di voto) e alla possibilità di emettere quote anche a seguito dell'"apporto di opera e servizi". Al contrario, la formula della Società per azioni (Spa) da parte delle start-up innovative è decisamente più rigida in quanto prevede poche deroghe al diritto comune delle società per azioni. Tale preferenza del legislatore genera una maggiore criticità in una fase successiva della circolazione delle partecipazioni sociali. La disciplina in caso di recesso o di cessione delle quote da parte dell'investitore *crowdfunder* dipende dal regime ampiamente personalistico della Srl e soprattutto è inficiato dagli elevati costi derivanti dalle modalità operative e fiscali che possono pesantemente influire sul valore della partecipazione¹⁸.

Lo sviluppo del *crowdfunding* come strumento di finanziamento alternativo passa anche da una maggiore vigilanza sul fenomeno, come già richiamato, prestandosi ad operazioni di finanziamento *cross border* tramite la partecipazione di soggetti provenienti da più Paesi. Il Financial Action Task Force¹⁹ (FATF) ha identificato il *P2P lending* e l'*equity crowdfunding* come un potenziale veicolo di riciclaggio²⁰. Il rischio deriverebbe principalmente da due fattori: in primo luogo, è possibile che i fondi utilizzati siano provenienti da attività

¹⁸ Capelli I. (2014), *Brevissime considerazioni sull'equity based crowdfunding*, in Rivista di diritto bancario 5, pag. 2-3.

¹⁹ FATF è un organismo intergovernativo fondato nel 1989 su iniziativa del G7 e si occupa di fissare gli standard minimi e di promuovere l'effettiva implementazione di misure legali, regolamentari ed operative per combattere il riciclaggio e il finanziamento del terrorismo e per salvaguardare l'integrità del sistema finanziario.

²⁰ FATF, *Money Laundering and Terrorist Financing in the Securities Sector*, ottobre 2009.

illecite; in secondo luogo, le organizzazioni criminali tipicamente potrebbero investire in società private al fine di utilizzarle come schermo per generare o riciclare profitti illeciti (anche derivanti da meccanismi di manipolazione del mercato, *insider trading* o frodi). Il legislatore italiano, nel disciplinare l'*equity crowdfunding* non ha fornito alcuna indicazione circa l'estensione delle già esistenti disposizioni in materia di antiriciclaggio e lotta al finanziamento del terrorismo ai gestori delle piattaforme per la raccolta di capitali, ma la Commissione Europea sta esaminando sia il tema dell'antiriciclaggio sia il tema del *crowdfunding*; e a breve si attende una direttiva che potrebbe estendere anche ai portali di *crowdfunding* le misure antiriciclaggio già previste per gli intermediari finanziari.

3.2. Le prospettive e l'evoluzione attesa del *crowdfunding* in Italia

Alla luce della prolungata fase di restrizione del credito da parte delle banche, le piccole medie imprese italiane potrebbero trovare nel *crowdfunding* un interessante canale alternativo di finanziamento (ancorché residuale rispetto a quelli più tradizionali).

Ad oggi un terzo del valore aggiunto in Italia proviene dalle piccole e medie imprese la cui dimensione è al di sotto della media dell'Unione Europea. Infatti, le microimprese (ossia, le imprese con meno di 10 dipendenti) costituiscono in Italia il 94% delle piccole medie imprese (contro il 92% della media dell'Unione Europea) e si concentrano su un livello tecnologico medio-basso e su servizi a minore intensità di conoscenza²¹. Secondo un report della Commissione Europea²², l'Italia che si posiziona

al di sotto della media europea sia per quanto riguarda le competenze che per l'innovazione, si distingue invece tra i migliori paesi in termini di misurazione dello spirito innovativo interno alle imprese.

Dati questi presupposti, la delibera Consob n. 18592/2013 si rivolge alle imprese che intendono ricorrere all'*equity crowdfunding*. Tali imprese devono rispettare numerosi requisiti²³, tra cui: essere di recente costituzione, dunque *start-up*, e *innovative* ossia "impegnate in via esclusiva, o comunque prevalente nello sviluppo, produzione e commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico". Attualmente 2600 *start-up innovative* sono iscritte nel Registro delle imprese²⁴: pertanto si comprende l'importanza della promozione e dello sviluppo/diffusione di nuove forme di finanziamento che permettano a tali imprese di crescere e generare valore aggiunto non soltanto a livello locale.

Sono state sollevate alcune critiche sull'attuale disciplina in materia di *equity crowdfunding*, che parrebbe essere particolarmente stringente, in termini di requisiti regolamentari richiesti alle imprese che intendano utilizzare questa fonte di finanziamento. Ovviamente il regolatore deve trovare un punto di equilibrio tra la tutela dell'investitore e la possibilità di sviluppo armonico del fenomeno del *crowdfunding*. Ci si pone dunque la domanda se una regolamentazione eccessivamente stringente a tutela dell'investitore non possa però minare sul nascere il fenomeno.

Dunque sebbene l'innovazione delle imprese rappresenti storicamente una connotazione italiana, dall'aggiornamento semestrale della mappatura delle piattaforme di *crowdfunding* in

²¹ Principalmente operanti nel settore manifatturiero.

²² http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/countries-sheets/2013/italy_it.pdf.

²³ Articolo 25, comma 2, del decreto-legge n. 179/2012

²⁴ Dato aggiornato al 29 settembre 2014 (<http://startup.registroimprese.it/>).



Italia²⁵, si rileva che l'*equity crowdfunding* è un mercato in potenziale crescita ancorchè assuma ad oggi ancora una caratterizzazione prevalentemente locale e sperimentale. Il mercato delle imprese italiane deve dunque potenziare quella capacità di visione che è stata anche alla base della nascita del *crowdfunding* in Italia quasi dieci anni fa e che ha consentito allo stesso di svilupparsi con successo a livello internazionale. Questa capacità di visione dovrebbe combinarsi con gli elementi di specificità che caratterizzano il tessuto imprenditoriale italiano al fine di favorire la ripresa economica.

Conclusioni

Le piccole e medie imprese europee al pari di quelle italiane sono fortemente dipendenti dai prestiti bancari. I risultati degli stress test hanno messo in evidenza che la solidità del sistema bancario sia diventata maggiormente vulnerabile agli shock, causando nella recente crisi finanziaria l'arresto del flusso di credito all'economia reale.

Il *financial return crowdfunding* si pone in questo contesto storico come un'alternativa ai prestiti bancari, in quanto permette alle famiglie e alle imprese di bypassare il canale del credito bancario. Le imprese dunque potrebbero avere l'opportunità di ricevere i finanziamenti necessari anche da una "folla di sconosciuti investitori" che condividendo il progetto imprenditoriale, acquistano gli strumenti (di debito e di capitale) che possano permettergli di diversificare il proprio portafoglio.

Ciò nonostante il potenziale dell'*equity crowdfunding* nel fornire sostegno al finanziamento delle piccole e medie imprese è limitato dall'attuale regolamentazione italiana; regolamentazione che genera altresì ulteriori problemi di parità di trattamento nei confronti

delle imprese europee che ad oggi hanno maggiore facilità nell'accesso al credito tramite le piattaforme di *crowdfunding*.

Quanto evidenziato in questo contributo segnala come lo strumento del *financial return crowdfunding* così come attualmente disciplinato ne rende poco coerente la sua natura con il carattere di immediatezza e semplificazione che dovrebbe avere per favorire l'incontro diretto tra i soggetti coinvolti (i richiedenti di finanziamento e i potenziali investitori).

Bibliografia

Agrawal A. K., Catalini C., Goldfarb A. (2011), 'The Geography of Crowdfunding', NBER Working Paper Series, n. 16820.

Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. (2013), 'Individual crowdfunding practices', in *Venture Capital*, vol. 15, n. 4, pp. 313-333.

Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. (2014), 'Crowdfunding: tapping the right crowd', in *Journal of Business Venturing*, vol. 29, n. 5, pp. 585-609.

Belleflamme P., Lambert T. (2014), 'Crowdfunding: some empirical findings and microeconomic underpinnings', SSRN paper, disponibile al sito: <http://ssrn.com/abstract=2437786>

Bollettinari A. (2013), 'Il Crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme on line nella prassi e nella recente legislazione', in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 2, pp. 9-35.

Borello G., Pichler F., De Crescenzo V. (2014), 'Le piattaforme di Financial return crowdfunding nell'Unione Europea', forthcoming

²⁵ Cfr. Castrataro D. e Pais I., (2014), 'Analisi delle Piattaforme Italiane di Crowdfunding', maggio

Capelli I. (2014), 'Brevissime considerazioni sull'equity based crowdfunding', in *Rivista di diritto bancario* 5, 2014

Castrataro D., Pais I. (2013), 'Analisi delle Piattaforme Italiane di Crowdfunding', ottobre.

Castrataro D., Pais I. (2014), 'Analisi delle Piattaforme Italiane di Crowdfunding', maggio.

Crowdfunding Industry Report (2013): Crowdfunding Industry Report: Market Trends, Composition and Crowdfunding Platforms. Crowdsourcing.

Dapp T. F., Laskawi C., (2014), 'Crowdfunding - Does crowd euphoria impair risk consciousness?' Deutsche Bank Research (Maggio).

European Commission (2013), 'Consultation Document. Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU action', ottobre.

European Commission (2014), 'Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union'. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, marzo.

European Crowdfunding Network (2013a), 'Regulation of Crowdfunding in Germany, the UK, Spain and Italy and the Impact of the European Single Market', giugno.

European Crowdfunding Network (2013b), 'Review of Crowdfunding Regulation. Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel', ottobre.

FATF, Money Laundering and Terrorist Financing in the Securities Sector, Ottobre 2009.

Financial Conduct Authority (2014), 'Crowdfunding and the Promotion of Non-Readily Realisable Securities Instrument 2014', marzo.

Hemer J. (2011), 'A snapshot on crowdfunding', Working Papers Firms and Regions, R2/2011.

Kirby E., Worner S. (2014), 'Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast', IOSCO Staff Working Paper, n. 3.

Mach T. L., Carter C. M., Slattery C. R. (2014), 'Peer-to-peer lending to small business', Working Paper Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, Washington D.C., 10 gennaio.

Martin T. A. (2012), 'The Jobs Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles with the Demands of the Crowd', SSRN paper, disponibile al sito: <http://ssrn.com/abstract=2040953>.

Mollick A. (2014), The dynamics of crowdfunding: An exploratory study, in *Journal of Business Venturing*, vol. 29, n. 1, pp. 1-16.

Pais I., Peretti P., Spinelli C., (2014) 'Crowdfunding. La via collaborativa all'imprenditorialità', Egea Editore.

Piattelli U. (2013), 'Il crowdfunding in Italia', Giappichelli Editore, Torino.

Pierrakis Y., Collins L. (2013), 'Crowdfunding: A New Innovative Model of Providing Funding to Projects and Businesses', SSRN paper,



disponibile al sito:
<http://ssrn.com/abstract=2395226>.

Pinto M. (2013), 'L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal Decreto Crescita', in *Le società*, n. 7, pp. 818-832.

Poetz M. K., Schreier M. (2012), 'The Value of Crowdsourcing: Can Users Really Compete with Professionals in Generating New Products Ideas?', in *Journal of Product Innovation Management*, vol. 29, n. 2, pp. 245-256.

Ruozzi R. (2014), 'Il crowdfunding e il finanziamento delle famiglie e delle PMI', in *Economia & Management*, n. 2, pp. 109-117.

Valanciene L., Jegeleviciute S. (2013), 'Valuation of Crowdfunding: benefits and drawbacks', in *Economics and Management*, vol. 18, n. 1, pp. 39-48.

Zhang J., Liu P. (2012), 'Rational herding in Microloan Markets', in *Management Science*, vol. 58 n. 5, pp. 892-912.