

Capitolo III

Stato, credito e PMI: gli interventi pubblici a salvaguardia della stabilità del sistema finanziario

di Luigi Scipione

1. PREMESSA

La destabilizzazione e l'instabilità diffuse e globali, cioè il contagio, hanno trovato veicoli e percorsi di trasmissione nei mercati finanziari e nelle interdipendenze fra banche, altri intermediari e imprese di assicurazione, tutte «controparti» reciprocamente legate e fragilmente costruite su leve finanziarie elevate. Per dirla con i giuristi, *simul stabunt simul cadent*. Una crisi sistemica: da un lato le svalutazioni degli attivi hanno determinato un pericoloso assottigliamento della patrimonializzazione degli intermediari; dall'altro l'insufficienza della liquidità proprietaria ha costretto gli intermediari a vendere attività a prezzi calanti e a tesaurizzare liquidità; entrambe le dinamiche si sono intrecciate in una spirale discendente, rapidamente aggravata dalla forte svalutazione della capitalizzazione di borsa delle banche. In breve tempo i rischi di controparte, i rischi di credito, i rischi di *funding*, il *market liquidity risk*, e i rischi di insolvenza sono aumentati con veloce progressione, accelerata da forti correlazioni interne. Nel suo insieme il sistema finanziario – malgrado la sua poderosa articolazione di mercati, intermediari e strumenti – non è stato più in grado di elaborare, trasformare e contenere il rischio al proprio interno. In altre parole, venuta meno la capacità sistemica di assorbire rischio, i sistemi finanziari, e soprattutto i loro segmenti bancari, hanno generato esternalità negative, coinvolgendo l'economia reale. A questo punto l'instabilità finanziaria è venuta a connotarsi come una crisi globale di fiducia o da panico.

Al repentino deterioramento delle relazioni fiduciarie fra intermediari si è sovrapposta un ancor più grave cedimento della «fiducia sistemica», cioè della fiducia del pubblico nella capacità delle istituzioni sistemiche di affrontare e risolvere la crisi dilagante.

L'intervento pubblico è stato necessario, urgente e massiccio: come si è detto, era in gioco la fiducia, primario fattore di funzionalità delle transazioni finanziarie e condizione di stabilità di tutti i sistemi socioeconomico-politici. Le banche centrali hanno immesso nei rispettivi sistemi bancari quantità enormi di liquidità anche con strumenti straordinari e non tradizionali (ampliamento dei requisiti di stanziabilità per le operazioni di *repurchase agreement* e interventi di *quantitative easing*). I governi sono ulteriormente intervenuti adottando anch'essi strumenti straordinari: soste-

gno degli attivi problematici e del *funding* degli intermediari, estensione di garanzie pubbliche, creazioni di strutture di *bad banking*, agevolazioni per operazioni di salvataggio, supporto alla ricapitalizzazione degli intermediari, interventi diretti di ricapitalizzazione degli stessi e, in casi estremi, nazionalizzazione di banche.

Accanto ad un'indagine ricostruttiva delle origini della crisi, la letteratura economica e giuridica ha affrontato, con notevole sforzo, tenuto conto del susseguirsi degli eventi, l'analisi dei rimedi che le Autorità governative e finanziarie hanno via via dettato per contenere i nefasti effetti del contagio.

Quando si parla di crisi sistemica si tende a relegare in secondo piano gli attori che hanno concorso ad alimentare un circuito vizioso che ha visto nella globalizzazione di strumenti e mercati il suo acceleratore.

2. GLI INTERVENTI PUBBLICI DI EMERGENZA A SALVAGUARDIA DELLA STABILITÀ DEI SISTEMI FINANZIARI

La crisi finanziaria ha così riproposto con forza il tema del ruolo attivo dello Stato nell'economia. Come già avvenuto con la crisi del credito del '29, siamo di fronte ad un evento epocale che rischia di incidere profondamente sugli assetti di governo dell'economia e sulle costruzioni teoriche che animano il dibattito scientifico e politico sul tema.

Si tratta di interventi innovativi quanto a metodo, obiettivi e strumenti utilizzati. Innovazioni che sono state richieste per fronteggiare un evento senza precedenti che ha minato gli ingranaggi dell'economia globale.

Gli Stati hanno dovuto fronteggiare questi problemi in uno scenario in larga misura nuovo quanto a strumenti a loro disposizione e a vincoli: la globalizzazione/liberalizzazione dei mercati, i vincoli di bilancio pubblico stringenti, il ricorso ad Autorità indipendenti dalla politica per la gestione della politica monetaria e per il governo dell'economia hanno reso difficile l'implementazione di misure classiche di stabilizzazione che tipicamente facevano perno su un intervento dello Stato fuori da ogni regola e sull'accelerazione della dinamica inflativa.

Il Governo nell'ambito degli interventi con cui ha cercato di mitigare gli effetti negativi della crisi sul sistema economico ha, in più occasioni, preso in considerazione la questione.

Il ritorno dello Stato proprietario (imprenditore e regolatore) è stato tutto sommato assai limitato soprattutto se comparato con quanto è successo negli altri paesi dove lo Stato è intervenuto in modo pesante per salvare le banche a corto di liquidità.

D'altro canto, la letteratura economica ha storicamente individuato solo nelle banche gli intermediari finanziari che, potendo dare luogo a situazioni di instabilità sistemica, sono inclusi nel sistema di controlli pubblici e di interventi di sostegno che possono arrivare fino al vero e proprio salvataggio. Le ragioni che hanno costretto le autorità di gran parte dei paesi coinvolti ad ampliare il perimetro della *safety net*, in alcuni casi superando anche vincoli legali, è nella rilevanza sistemica che nella crisi in atto hanno avuto situazioni di difficoltà di operatori nell'intermediazione mobiliare, come le grandi banche di investimento americane, e nel coinvolgimento nella crisi delle banche tradizionali, che secondo la legislazione europea degli anni novanta, sono intermediari "universali". Queste osservazioni hanno indotto autorità politiche e di vigilanza a cercare di ricondurre tutta l'intermediazione finanziaria nell'ambito delle attività riservate a imprese vigilate in maniera stringente e soggette a regole onerose, come i vincoli di capitalizzazione minima.

Negli ultimi anni il Governo italiano ha messo in campo interventi normativi per favorire l'accesso al credito delle PMI. In alcuni casi sono previsti strumenti che mirano a creare le condizioni per una valutazione favorevole delle banche sul merito creditizio, ai fini della concessione del finanziamento; in altri, si tratta di misure di sostegno pubblico che prescindono dai meccanismi di mercato. I primi strumenti possono servire a rafforzare la posizione delle imprese nei confronti delle banche, contribuendo alla formazione di una corretta relazione creditizia. Le seconde forme di intervento presentano molte difficoltà nell'applicazione concreta e possono creare distorsioni nei meccanismi di allocazione del credito.

2.1. MISURE DI RICAPITALIZZAZIONE IN FAVORE DEL SETTORE FINANZIARIO IN EUROPA E DISCIPLINA DEGLI AIUTI DI STATO

All'interno dei paesi dell'Unione Europea i numerosi interventi intrapresi in ambito nazionale hanno dovuto confrontarsi con la disciplina vigente in ambito europeo relativa al divieto di aiuti di stato. Tali misure, pur necessarie e ampiamente sollecitate, hanno mostrato sin dall'inizio, da un lato, il pericolo immediato che l'azione pubblica, se concepita in un'ottica nazionale e al di fuori di principi comuni, potesse provocare gravi effetti distorsivi e divenire essa stessa fonte di instabilità. Dall'altro, in un orizzonte temporale più ampio, il pericolo che i governi, pressati dalle contingenze della crisi, potessero intraprendere politiche neo-dirigiste, generando una progressiva chiusura dei mercati mediante operazioni di sostanziale nazionalizzazione.

Nello scenario comunitario, l'obiettivo è assicurato da una stringente regolamentazione dettata, nel quadro della materia degli aiuti di Stato, da due comunicazioni della Commissione europea: per cui i piani di intervento sono decisi a livello nazionale, ma la loro disciplina, così come l'attività di controllo, sono (e restano)

principalmente comunitarie. D'altro canto, di fronte al proliferare dell'azione pubblica, gli stessi governi si sono impegnati a preservare il mercato e la concorrenza. In ambito globale, ove la materia degli aiuti pubblici è a uno stato ancora embrionale, la regolamentazione in tema di aiuti di stato si presenta piuttosto debole: conseguentemente, i piani di intervento sono, non solo decisi, ma anche definiti e attuati, in tutti i loro aspetti, a livello nazionale, per di più in assenza di formali meccanismi di controllo sovranazionale. Questa forte asimmetria regolamentare pone numerose questioni, che dovrebbero essere affrontate e risolte nelle sedi internazionali ora impegnate nella definizione di un nuovo assetto di *governance* mondiale.

La gravità della situazione e l'urgenza di provvedere, in assenza di un'iniziativa a livello europeo, hanno indotto la Commissione Europea a confrontarsi con i diversi provvedimenti proposti dai Governi e ad adottare criteri decisamente meno rigidi e restrittivi di quelli che, in precedenza, avevano caratterizzato l'interpretazione delle autorità comunitarie e la giurisprudenza della Corte di Giustizia in materia di aiuti di stato, di restrizioni ai movimenti di capitali e di poteri speciali dei Governi. Dietro pressanti richieste degli Stati (si veda in particolare la Germania, alle prese con il grave problema della *Hypo Real Estate*) la Commissione ha adottato una radicale revisione delle regole sugli aiuti pubblici al settore bancario. Si è così rapidamente passati dalla logica del divieto alla logica del permesso, naturalmente preservando gli elementi della concorrenza, della struttura a livello coerente e conforme al mercato, ma fondamentalmente vi è stata la decisione comune della Commissione e del Consiglio di procedere nella logica degli interventi.

Il potere di intervento riconosciuto agli Stati Membri, in via di eccezione rispetto alla regola generale della parità concorrenziale delle imprese, trova un vincolo nel superiore interesse dell'Unione di contenere al minimo le distorsioni competitive, secondo il dettato dell'art. 107 (*ex* 87 del TCE) del Trattato.

Nel passaggio fondamentale della delibera adottata il 7 ottobre dal Consiglio dell'Unione europea si sottolinea che, per proteggere gli interessi dei depositanti e la stabilità del sistema, l'appropriatezza di un approccio che include, tra gli altri mezzi, la ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie vulnerabili e si segnala un manuale di intervento da rispettare in questi casi. Il manuale include la raccomandazione per interventi che debbono essere istintivi, ma solo temporanei, e la raccomandazione alla tutela dell'interesse del contribuente il cui denaro viene impiegato nelle banche. Di riflesso, se il capitale viene impiegato nelle banche ciò non può essere fatto a sostegno dei *manager* che hanno sbagliato nella gestione delle banche stesse. È in questi termini che si prevede la possibilità per il Governo di intervenire sui consigli di amministrazione e una serie di altre raccomandazioni, tra cui quella a non attribuire ai *manager* delle banche compensi indebiti.

Prescindendo dall'esame delle decisioni assunte in merito all'approvazione dei singoli provvedimenti adottati dai Governi, i principi cui la Commissione Europea si è ispirata, in linea con le conclusioni raggiunte dal Consiglio Ecofin del 7 ottobre 2008 e dal vertice dei Capi di Stato e di Governo degli Stati membri della zona euro del 12 ottobre 2008, sono definiti nelle comunicazioni 2008/C 270/02 del 13 ottobre 2008 (di inquadramento generale), 2009/C 10/03 del 5 dicembre 2008 (di carattere più specifico sulle ricapitalizzazioni) e 2009/C 16/01 del 22 gennaio 2009, così come modificata il 25 febbraio 2009 (recante il "*Quadro di riferimento temporaneo comunitario per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'accesso al finanziamento nell'attuale situazione di crisi finanziaria ed economica*"), e delimitano la cornice entro la quale l'intervento pubblico nazionale può svilupparsi nel settore del credito.

Gli interventi a favore delle istituzioni finanziarie vengono ricondotti nell'ambito degli aiuti destinati "*a porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro*" di cui all'art. 107, par. 3, lett. *b*), del Trattato CE.

Dall'autunno 2008, quando è iniziata la crisi finanziaria mondiale, la Commissione ha pubblicato quattro comunicazioni che contengono orientamenti dettagliati sui criteri per la valutazione della compatibilità del sostegno pubblico agli enti finanziari (1) con il disposto dell'art. 107, par. 3, lett. *b*), del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea. Le Comunicazioni in questione sono la Comunicazione sull'applicazione delle regole in materia di aiuti di Stato alle misure adottate per le istituzioni finanziarie nel contesto dell'attuale crisi finanziaria mondiale (GU C 270 del 25.10.2008, pag. 8) ("*Comunicazione sul settore bancario*"); la Comunicazione sulla ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie nel contesto dell'attuale crisi finanziaria: limitazione degli aiuti al minimo necessario e misure di salvaguardia contro indebite distorsioni della concorrenza (GU C 10 del 15.1.2009, pag. 2) ("*Comunicazione sulla ricapitalizzazione*"); la Comunicazione sul trattamento delle attività che hanno subito una riduzione di valore nel settore bancario comunitario (GU C 72 del 26.3.2009, pag. 1) ("*Comunicazione sulle attività deteriorate*") e la Comunicazione sul ripristino della redditività e la valutazione delle misure di ristrutturazione del settore finanziario nel contesto dell'attuale crisi in conformità alle norme sugli aiuti di Stato (GU C 195 del 19.8.2009, pag. 9) ("*Comunicazione sulla ristrutturazione*"). Tre di queste quattro Comunicazioni, ossia quelle sul settore bancario, sulla ricapitalizzazione e sulle attività deteriorate, stabiliscono le condizioni essenziali per la compatibilità dei principali tipi di assistenza concessi dagli Stati membri (garanzie sulle passività, ricapitalizzazioni e

misure di sostegno a fronte di attività deteriorate), mentre la “Comunicazione sulla ristrutturazione” indica le caratteristiche particolari che un piano di ristrutturazione (o un piano di redditività) deve presentare nello specifico contesto degli aiuti di Stato collegati alla crisi concessi alle banche in base all’art. 107, par. 3, lett. *b*), del Trattato. Il 1° dicembre 2010 la Commissione ha adottato una quinta Comunicazione, relativa all’applicazione, dal 1° gennaio 2011, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria (GU C 329 del 7.12.2010, pag. 7) (“Comunicazione di proroga”). La “Comunicazione di proroga” ha esteso fino al 31 dicembre 2011 la validità della “Comunicazione sulla ristrutturazione”, l’unica delle quattro per la quale sia stata specificata una data di scadenza, con determinate modifiche. Nella “Comunicazione di proroga” la Commissione ha inoltre sottolineato che riteneva che le condizioni per l’approvazione degli aiuti di Stato a norma dell’art. 107, par. 3, lett. *b*), del Trattato, che permette in via eccezionale la concessione di aiuti destinati a porre rimedio a un grave turbamento dell’economia, sussistessero ancora e che le “Comunicazioni sul settore bancario”, sulla “ricapitalizzazione” e sulle “attività deteriorate” sarebbero rimaste in vigore onde fornire orientamenti sui criteri per valutare la compatibilità degli aiuti collegati alla crisi erogati alle banche a norma dell’art. 107, par. 3, lett. *b*), del Trattato.

L’inasprirsi delle tensioni sui mercati dei debiti sovrani registrato nel 2011 ha posto il settore bancario dell’Unione sotto una pressione crescente, in particolare in termini di accesso ai mercati del finanziamento a termine. Il «*pacchetto per il settore bancario*» concordato dai Capi di Stato e di Governo nel loro incontro del 26 ottobre 2011 (http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/it/ec/125623.pdf.) è volto a ristabilire la fiducia nel settore bancario mediante garanzie sul finanziamento a medio termine e la creazione di una riserva temporanea di capitale corrispondente a un coefficiente patrimoniale pari al 9 % di capitale di qualità più elevata, tenuto conto della valutazione di mercato delle esposizioni di debito sovrano. Malgrado tali misure, la Commissione ritiene che le condizioni per l’approvazione degli aiuti di Stato a norma dell’art. 107, par. 3, lett. *b*), continueranno a sussistere anche dopo la fine del 2011. Le “Comunicazioni sul settore bancario”, sulla “ricapitalizzazione” e sulle “attività deteriorate” rimarranno pertanto in vigore dopo il 31 dicembre 2011. Analogamente, l’ambito di applicazione temporale della “Comunicazione sulla ristrutturazione” viene esteso oltre il 31 dicembre 2011. La Commissione continuerà a monitorare la situazione sui mercati finanziari e prenderà iniziative volte a fissare norme permanenti in merito agli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione delle banche, concessi sulla base dell’art. 107, par. 3, lett. *c*), del trattato, non appena le condizioni del mercato lo consentano.

La Commissione prende atto che, accanto ai meccanismi di garanzie a protezione delle passività delle istituzioni finanziarie, altra misura sistemica per rispondere all'attuale crisi finanziaria può essere rappresentata dalla creazione di meccanismi di ricapitalizzazione da usare a sostegno delle istituzioni finanziarie fondamentalmente solide.

Riguardo al primo aspetto, la Commissione ritiene che non rientrano nel campo di applicazione delle norme sugli aiuti di Stato e non devono essere pertanto notificate le misure generali a sostegno della liquidità, non selettive e aperte a tutti gli attori del mercato, concesse da autorità pubbliche, ad esempio, le Banche Centrali. In tale contesto, anche un aiuto rivolto ad una specifica istituzione bancaria non costituisce aiuto di Stato quando rispetta le seguenti condizioni:

- l'istituzione finanziaria è solvente al momento del provvedimento e quest'ultimo non fa parte di un più ampio pacchetto di aiuti;
- l'agevolazione è interamente garantita da garanzie collaterali, in funzione della qualità e del valore di mercato dell'istituzione;
- la Banca Centrale applica un tasso d'interesse aggiuntivo sul beneficiario;
- la misura è presa su iniziativa della Banca Centrale e, in particolare, non è sostenuta da nessun'altra contro-garanzia statale.

In merito al profilo della stabilità, le comunicazioni sulla ristrutturazione richiedono che dal piano di ristrutturazione per l'istituto finanziario beneficiario debba risultare, in primo luogo, che esso è in grado di ripristinare la sua redditività a lungo termine. In secondo luogo, gli aiuti devono essere limitati al minimo necessario; inoltre, sia l'istituto finanziario beneficiario che il titolare dei capitali devono contribuire alla ristrutturazione, per quanto possibile, con risorse proprie. In terzo luogo, devono essere previste delle misure per limitare le distorsioni della concorrenza dovute al fatto che il potere di mercato dei beneficiari è sostenuto artificialmente e per garantire la concorrenza nel settore bancario. Occorre inoltre chiarire le questioni relative al controllo e alla procedura.

Chiariti questi aspetti, restano validi i criteri enunciati a proposito dei meccanismi di garanzia e cioè: obiettività, non discriminazione, efficacia nel tempo, limitazione allo stretto necessario, difesa contro possibili abusi e distorsioni indebite della concorrenza, distinzione istituzioni solide e istituzioni in difficoltà strutturale. In tale prospettiva, le misure da intraprendere, per essere compatibili con le regole del mercato comune ed evitare indebite distorsioni della concorrenza, devono:

- riguardare circostanze eccezionali in cui l'intero funzionamento del mercato finanziario viene messo a rischio;

- non superare quanto strettamente indispensabile al raggiungimento dello scopo di porre rimedio alla situazione di grave turbamento dell'economia;
- essere proporzionati a quanto richiesto dallo scopo in modo da ridurre al minimo gli effetti di ricaduta negativa sui concorrenti e sull'economia degli altri Stati membri.

Con specifico riferimento alla ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie (un capitolo a parte è dedicato alle garanzie a copertura di passività), la prima delle due sopraccitate comunicazioni si è limitata a fissare criteri di carattere generale in applicazione dei principi sopra elencati, quali:

- la fissazione di condizioni di accesso agli interventi basate su criteri oggettivi e non discriminatori (quali la fissazione di un livello sufficiente di capitalizzazione determinato in base a requisiti minimi di solvibilità);
- la limitazione del conferimento a capitale al minimo necessario, ad evitare di consentire al beneficiario di perseguire strategie aggressive o espansive;
- la fissazione di condizioni di prezzo del sostegno pubblico basate su una valutazione orientata al mercato;
- l'adozione di misure di salvaguardia contro eventuali abusi e indebite distorsioni della concorrenza;
- l'obbligo degli Stati membri di presentare alla Commissione relazioni semestrali sull'utilizzo del nuovo regime degli aiuti.

Con la seconda comunicazione, la Commissione proponeva una più articolata definizione dei profili di compatibilità concorrenziale e dei criteri per la determinazione della remunerazione dell'intervento statale sul capitale nell'ottica di prevenire distorsioni competitive e un effetto di piazzamento (*crowding out*) sulle operazioni basate sul mercato.

La particolare natura delle misure di ricapitalizzazione richiede però, ad avviso della Commissione, alcune specifiche considerazioni:

- i)** l'ammissibilità deve essere considerata sulla base di criteri oggettivi, quali il bisogno di assicurare un sufficiente livello di capitalizzazione;
- ii)** i conferimenti di capitale devono essere limitati al minimo necessario e non dovrebbero consentire ai beneficiari di impegnarsi in strategie commerciali o di espansione;
- iii)** gli apporti di capitale nelle istituzioni finanziarie devono essere realizzati in termini che ne minimizzino il montante.

Si sottolinea, inoltre, la necessità di garantire la temporaneità dell'intervento tramite la previsione di incentivi per il rimborso del capitale da attuarsi con il ricorso a clausole di *step up* volte a rendere più onerosa, nel tempo, la presenza pubblica nel capitale della banca.

Alla luce di quanto sopra, gli interventi pubblici a sostegno delle banche risulterebbero pertanto compatibili con la normativa comunitaria, solo se caratterizzati da un *impatto circoscritto*. Per definire un corretto bilanciamento fra l'interesse dei singoli Stati e l'interesse dell'Unione, si rende necessario avere riguardo al grado in cui il mercato interessato sia stato liberalizzato. Nel comparto dei servizi bancari, la liberalizzazione degli scambi è notevolmente avanzata, in virtù della libertà dei movimenti di capitali, del diritto di stabilimento e della libera prestazione dei servizi, nonché, soprattutto, dell'unificazione monetaria: di conseguenza, il rischio di distorsioni concorrenziali degli interventi pubblici è potenzialmente più elevato [si vedano, in proposito, le decisioni della Commissione 98/490/CE, nel caso C 47/96, *Crédit Lyonnais* (GU L 221 dell'8 ottobre 1998, p. 28), punto 10.1; 2005/345/CE nel caso C 28/02, *Bankgesellschaft Berlin* (GU L 116 del 4 maggio 2005, p. 1), punti 153 ss.; 2008/263/CE nel caso C 50/06, *BAWAG* (GU L 83 del 26 marzo 2008, p. 7), punto 166; nel caso NN 70/07, *Northern Rock* (GU C 43 del 16 febbraio 2008, p. 1); nel caso NN 25/08, Aiuti per il salvataggio a favore di *WestLB* (GU C 189 del 26 luglio 2008, p. 3); del 4 giugno 2008 nel caso C 9/08, *SachsenLB*].

Dai criteri sopra indicati si può desumere che, in linea di principio, gli "aiuti di Stato" a favore delle banche, quale che sia la forma in cui si realizzano, non sono vietati, e che la loro ammissibilità è, in ultima analisi, legata alla *misura* delle distorsioni competitive che potenzialmente ne derivano.

Il giudizio di compatibilità degli interventi riflette, dunque, valutazioni complesse, con connotazioni di discrezionalità regolamentare di forte rilevanza economica e politica.

2.1.2. PREZZI E CONDIZIONI PER LE RICAPITALIZZAZIONI AD OPERA DEGLI STATI

Onde facilitare l'applicazione del pacchetto bancario e tener conto dell'evoluzione del profilo di rischio delle banche dall'inizio della crisi, si è ritenuto opportuno in sede europea chiarire ulteriormente e aggiornare la normativa in commento sotto determinati aspetti. La Comunicazione della Commissione 2011/C - 356/02, relativa all'applicazione, dal 1° gennaio 2012, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria, stabilisce le necessarie modifiche dei parametri per la compatibilità degli aiuti di Stato collegati alla crisi forniti alle banche a partire dal gennaio 2012. In particolare, la Comunicazione in esame:

- a) integra la Comunicazione sulla ricapitalizzazione, fornendo orientamenti più dettagliati per garantire un'adeguata remunerazione dei titoli di capitale che non hanno un rendimento fisso;

- b) illustra in che modo la Commissione procederà a una valutazione proporzionale della redditività a lungo termine delle banche nel contesto del pacchetto per il settore bancario; e
- c) introduce un metodo rivisto per garantire che le commissioni da versare in cambio di garanzie sulle passività bancarie siano sufficienti per limitare l'aiuto al minimo indispensabile, con l'obiettivo di garantire che il metodo tenga conto della recente maggiore differenziazione dei margini differenziali sui CDS e dell'impatto dei margini differenziali sui CDS del debito sovrano.

La comunicazione sulla ricapitalizzazione fornisce indicazioni generali sulla fissazione dei prezzi per i conferimenti di capitale. Tali indicazioni riguardano principalmente i titoli di capitale aventi un rendimento fisso.

In considerazione delle modifiche normative e delle mutevoli condizioni di mercato, la Commissione prevede che i conferimenti di capitale pubblico avranno in futuro più comunemente la forma di azioni a remunerazione variabile. Il chiarimento delle norme relative alla fissazione dei prezzi per i conferimenti di capitale è opportuno in quanto le azioni vengono remunerate mediante (incerti) dividendi e plusvalenze, rendendo difficile valutare direttamente una remunerazione *ex ante* su tali titoli.

La Commissione valuterà pertanto la remunerazione di tali conferimenti di capitale sulla base del prezzo di emissione delle azioni. Il conferimento di capitale deve essere sottoscritto con uno sconto sufficiente rispetto al prezzo delle azioni [previo adeguamento in base all'«effetto di diluizione», che può essere quantificato utilizzando tecniche di mercato generalmente accettate – ad esempio il «theoretical ex right price» (TERP) – o prezzo teorico *ex diritto*] registrato immediatamente prima dell'annuncio del conferimento stesso, in modo da offrire allo Stato una ragionevole prospettiva di adeguata remunerazione (se gli Stati membri sottoscrivono l'emissione di azioni, devono inoltre essere previste adeguate spese di sottoscrizione («underwriting fee») a carico dell'istituto di emissione).

Per le banche quotate, il prezzo azionario di riferimento deve essere costituito dal prezzo di mercato delle azioni con diritti equivalenti a quelli caratterizzanti le azioni oggetto dell'emissione. Considerato che per le banche non quotate non esiste tale prezzo di mercato, gli Stati membri sono invitati a utilizzare criteri di valutazione commerciali [in particolare il criterio del rapporto prezzo/utile nell'ambito di un gruppo di imprese simili («peer group») o altri metodi di valutazione generalmente riconosciuti]. Le azioni devono essere sottoscritte con uno sconto appropriato rispetto a tale valore di mercato (o basato su criteri commerciali).

Laddove gli Stati membri sottoscrivano azioni senza diritto di voto potrà essere necessario uno sconto più elevato, la cui entità corrisponderà alla differenza di prezzo tra azioni con diritto di voto e azioni senza diritto di voto nell'ambito di condizioni di mercato vigenti.

Le misure di ricapitalizzazione devono contenere incentivi adeguati per la tempestiva emancipazione delle banche dalla situazione di sostegno statale. Per quanto riguarda le azioni a remunerazione variabile, se gli incentivi all'emancipazione sono concepiti in modo tale da limitare il potenziale di rialzo per lo Stato membro – ad esempio, mediante l'emissione di opzioni destinate agli azionisti preesistenti affinché possano riacquistare dallo Stato le azioni di nuova emissione ad un prezzo implicante un congruo rendimento annuale per lo Stato stesso – appare necessario uno sconto maggiore in ragione della limitazione del rialzo potenziale.

In tutti i casi, l'entità dello sconto deve essere commisurata al rapporto tra l'entità del conferimento di capitale e il preesistente capitale di base di classe 1 (*Core tier 1*). Una maggiore scarsità di capitale preesistente indica la presenza di un rischio maggiore per lo Stato e implica pertanto uno sconto superiore.

I titoli ibridi devono recare, in linea di principio, un meccanismo di corresponsione alternativa delle cedole in base al quale le cedole che non possono essere pagate in contanti siano versate allo Stato sotto forma di azioni di nuova emissione.

La Commissione continuerà a chiedere agli Stati membri di presentare un piano di ristrutturazione (o un aggiornamento del piano di ristrutturazione preesistente), entro sei mesi dalla data della decisione della stessa Commissione che autorizza l'aiuto al salvataggio, per qualunque banca che benefici di sostegno pubblico sotto forma di ricapitalizzazione o di misure a fronte di attività deteriorate. Qualora una banca sia stata oggetto di una precedente decisione relativa ad aiuti al salvataggio ai sensi della normativa sulla compatibilità degli aiuti concessi alle banche con l'art. 107, par. 3, lett. *b*), del Trattato, nell'ambito o meno di una stessa operazione di ristrutturazione, la Commissione può chiedere che il piano di ristrutturazione sia presentato entro un periodo inferiore a sei mesi. In tal caso, sarà compito della Commissione effettuare una valutazione proporzionale dell'efficienza economica a lungo termine delle banche di cui trattasi, tenendo pienamente conto di qualsiasi elemento indicante:

- che le stesse potranno essere economicamente efficienti a lungo termine senza la necessità di una ristrutturazione significativa, in particolare quando la scarsità del capitale è essenzialmente riconducibile ad una crisi di fiducia nel debito sovrano;

- il conferimento di capitale pubblico è limitato all'importo necessario per compensare – in banche altrimenti economicamente efficienti – le perdite derivanti dalla valutazione di mercato («mark to market») delle obbligazioni sovrane delle parti contraenti dell'accordo SEE; e
- l'analisi dimostra che le banche di cui trattasi non hanno assunto rischi eccessivi con le acquisizioni di debito sovrano.

2.2. I PIANI ATTUATI IN GRAN BRETAGNA, GERMANIA, FRANCIA, BENELUX E SPAGNA. UN RAPIDO SGUARDO

La crisi finanziaria in Europa si è rivelata proteiforme e segmentata, con manifestazioni parzialmente diverse da quelle che sono evidentemente tipiche della crisi americana, molto differenziate per area geografica e per struttura economica dei diversi Paesi dell'Eurozona.

I singoli Stati hanno assunto interventi autonomi nei confronti degli intermediari nazionali. Ai governi è stato chiesto di procedere alla liquidazione delle banche insolventi e alla ricapitalizzazione di quelle ancora vitali e di introdurre riforme volte ad accrescere la trasparenza dei bilanci degli intermediari e a rendere più efficace la regolamentazione prudenziale e l'attività di vigilanza.

In primo luogo, i piani di intervento dei diversi governi hanno previsto una serie di incentivi per gli istituti di credito a non ridurre i finanziamenti al settore privato. In alcuni paesi, tra cui l'Italia, dove le banche hanno retto l'impatto della crisi con minori difficoltà, i piani di sostegno pubblico al settore hanno avuto come principale obiettivo non tanto il salvataggio di istituti in difficoltà quanto, piuttosto, l'incentivazione del credito a imprese e famiglie in una fase di debolezza dell'economia. In altri paesi, al contrario, i piani di sostegno si sono rivolti principalmente al salvataggio degli istituti bancari.

In **Inghilterra** è stato ricondotto sotto il controllo pubblico un istituto di credito specializzato nel settore dei mutui immobiliari, la *Bradford & Bingley*; poi il Governo ha varato un piano di ricapitalizzazione delle prime otto banche inglesi. Il piano britannico si pone in sostanza come una grande operazione di rinazionalizzazione, seppure parziale, del sistema creditizio, sulla scorta del resto di operazioni già realizzate nel 2007, allorquando il Governo Britannico era intervenuto in via d'urgenza con il *Banking Special Provisions Act* del 21 febbraio 2008, che aveva consentito la nazionalizzazione della *Northern Rock* e il trasferimento coattivo di depositi di clienti *retail* di altri istituti di credito in crisi tramite aggiudicazione a diversa banca effettuata attraverso asta pubblica.

La prima delle comunicazioni della Commissione europea in materia di aiuti di stato nel contesto della crisi, è stata indotta dalla necessità di decidere urgente-

mente in merito alla richiesta di approvazione del piano di intervento proposto dal Governo Britannico: approvazione che venne contestualmente rilasciata e che ha consentito, nello stesso giorno, l'avvio della sottoscrizione delle azioni in *Royal Bank of Scotland* e in *Halifax Bank of Scotland* (il piano britannico ha condotto alla proprietà pubblica del 60% della banca *Royal Bank of Scotland* e del 40% di quella risultante dalla prevista fusione tra Lloyds TBS e HBOS).

Oltre ad un intervento di ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie in crisi, il piano britannico prevedeva altresì la creazione di un Fondo di pari ammontare per l'evenienza di ulteriori sofferenze delle banche, al quale era possibile attingere previa cessione di ulteriori quota di capitale in mano pubblica. La Banca d'Inghilterra, inoltre, si era contestualmente impegnata a mettere a disposizione delle banche un grande volume di prestiti a breve termine, con un tetto di 200 miliardi di sterline.

Ancora, le obbligazioni emesse dalle banche erano garantite dallo Stato entro l'ammontare di ulteriori 250 miliardi di sterline.

L'accesso ai sostegni previsti dal piano di salvataggio venivano subordinati ad una serie di parametri, i più importanti dei quali risultano essere la politica dei dividendi seguita da ciascun istituto finanziario, quella relativa a stipendi e *bonus* dei dirigenti, l'impegno delle banche a concedere prestiti alle piccole imprese e mutui per l'acquisto di case.

L'intervento statale nel capitale degli istituti di credito attuato dal governo britannico non si configura come un'acquisizione pubblica strutturale. Tale impostazione è stata sostenuta il 14 ottobre dalla Commissione europea, che ha ritenuto le misure intraprese nel Regno Unito conformi alle nuove linee-guida sull'applicazione delle regole in materia di aiuti di Stato: in particolare, le misure britanniche sono state ritenute appropriate in quanto volte a prevenire un serio sconvolgimento del sistema finanziario, e dunque temporanee, con meccanismi per un accesso non discriminatorio agli aiuti, tali da impedire distorsioni concorrenziali.

L'atteggiamento della **Germania**, che ha provveduto al salvataggio *in extremis* di quattro istituti di credito, tra i quali la seconda banca tedesca specializzata in mutui immobiliari, la *Hypo Real Estate* (nel caso di specie, il governo tedesco ha fornito una garanzia di copertura del credito concesso da un Consorzio di banche per il salvataggio di *Hypo Real estate*, alla quale veniva accordata una linea di credito pari a 50 miliardi di euro), ha mostrato forse più che in altri casi le incertezze che hanno colpito gli ambienti di governo europei.

Il piano di salvataggio varato il 13 ottobre 2008 prevedeva un Fondo di stabilizzazione del mercato finanziario (pari a 500 miliardi di euro) con cui le autorità

governative si proponevano anzitutto di ripristinare la fiducia tra istituti di credito, permettendo in tal modo la ripresa del mercato interbancario, e in subordine di rafforzare la capitalizzazione delle banche, perlomeno nei casi più urgenti. Al Fondo, gestito dal ministero federale delle finanze, potevano altresì attingere le assicurazioni e i fondi pensione (della somma complessiva, circa 400 miliardi erano finalizzati a prestare garanzie sui crediti interbancari a breve termine, con circa 20 miliardi destinati a coprire possibili perdite connesse a dette garanzie, stimate in una percentuale non superiore al 5%. Ben 80 miliardi erano, invece, destinati a rafforzare il capitale delle banche: in questo caso, tuttavia, il governo si riservava la possibilità di una partecipazione nella determinazione delle strategie degli istituti bancari, oltre a richiedere la limitazione degli emolumenti dei dirigenti a non più di 500.000 euro lordi l'anno).

Nel caso della **Francia**, il Governo ha fatto ricorso a forme di intervento meno invasive sugli assetti proprietari e sul capitale sociale, proponendo un modello alternativo a quello inglese, favorito anche dalla minore gravità degli effetti della crisi sul sistema bancario domestico.

Il piano di rifinanziamento delle banche francesi, approvato dalla Commissione Europea il 30/10/2008, ha previsto, oltre ad apporti di liquidità sotto forma di prestiti, la creazione di un *plafond* di 40 miliardi di euro a disposizione di una società di proprietà dello Stato e finanziata con fondi pubblici (*Société de prise de participation del l'État - SPPE*) e preposta alla sottoscrizione di titoli super-subsordinati (TSS) con possibilità per le banche di emettere i medesimi titoli supersubsordinati o azioni privilegiate senza diritto di voto. L'unico evento rilevante – ma non direttamente coinvolgente il governo – è stata l'acquisizione da parte di *BNPParibas* delle attività di *Fortis*, con un controvalore di 9 miliardi di euro.

Il piano francese si articola su due livelli: un Fondo da 40 miliardi di euro per la ricapitalizzazione delle banche, e un sistema di garanzie sui prestiti interbancari, cui è stato posto un tetto massimo di 320 miliardi di euro, destinato come negli altri Paesi a riavviare pienamente l'attività del mercato interbancario.

Ai due livelli di intervento corrispondono due strutture giuridico-amministrative apposite, la prima delle quali deputata ad esaminare le richieste di ricapitalizzazione avanzate dalle banche, con l'obiettivo di metterle sullo stesso piano degli istituti britannici per quanto concerne i fondi propri. La seconda struttura dedicata a sbloccare il mercato interbancario, con attenzione ai prestiti sottoscritti prima della fine del 2009, la garanzia rispetto ai quali assume una durata massima di cinque anni, viene prestata a prezzi di mercato, ma solo a chi sia già in possesso di fondi propri sufficienti.

I Paesi del *Benelux* hanno effettuato una sostanziale nazionalizzazione di uno dei giganti bancari europei, facente capo al gruppo *Fortis*. Le autorità del Belgio hanno posto in essere un intervento finanziario di sostegno della banca *Dexia*, importante operatore internazionale nel settore dei finanziamenti agli enti pubblici.

In proposito, basti ricordare che il 20 ottobre il Governo francese decideva l'immissione di 10,5 mld. di liquidità a sostegno delle principali banche francesi, attraverso una società pubblica – la SPPE – costituita ad *hoc* per il salvataggio del gruppo *Dexia*: i sei istituti (*BNP Paribas*, *Banques populaires*, *Crédit mutuel-CIF*, *Crédit agricole SA*, *Société générale*, *Caisses d'Epargne*) si impegnavano per contro ad adottare alcune misure finanziarie (incrementando dal 3% al 4% la quota totale del credito alle imprese, alle famiglie ed alle autonomie locali) e di tipo etico (limitando le remunerazioni del management). Nello stesso giorno l'esecutivo olandese interveniva per il salvataggio dell'istituto bancario *ING*, che aveva annunciato nei giorni precedenti perdite per 500 mld di euro nel terzo trimestre dell'anno.

Per quanto riguarda, infine, la **Spagna**, in un primo tempo il governo di Madrid aveva adottato un atteggiamento piuttosto attendista: con il procedere della crisi, tuttavia, anche in rapporto alle azioni intraprese in altri grandi Paesi dell'Unione europea, è stata estesa la portata dell'intervento pubblico per la stabilizzazione del mercato creditizio nazionale, con la creazione di un Fondo da 30 miliardi di euro, suscettibile di salire fino a 50, per sostenere il finanziamento di imprese private da parte delle banche, mediante acquisto di attività finanziarie di elevata qualità e sicurezza dalle banche medesime. L'obiettivo era, mediante l'emissione di liquidità, da un lato di abbassare i costi dei finanziamenti, e dall'altro di evitare un intervento più diretto a sostegno delle banche. Inoltre, la garanzia sui depositi bancari privati, che in Spagna era limitata a depositi fino a 20.000 euro, è stata innalzata a 100.000 euro per prevenire la fuga di capitali dalla Spagna verso Paesi in cui tale garanzia era ben più elevata.

Se dunque si esclude l'intervento urgente di capitalizzazione di *Dexia* effettuato con il concorso dei Governi belga e lussemburghese e di altri soci istituzionali, tramite la sottoscrizione di un aumento di capitale riservato, i piani di ricapitalizzazione attuati in Gran Bretagna e in Francia hanno rappresentato i modelli di riferimento anche per gli altri Paesi europei, avendo ottenuto per primi l'avallo della Commissione Europea.

Mette conto segnalare, in chiusura, un'ipotesi, originata in parte dall'Olanda e presa in considerazione dalla Commissione UE, in cui si suggeriva una risposta europea simmetrica a quella americana: un fondo europeo. Avrebbe dovuto operare diversamente dal fondo americano che agisce acquisendo attivi di critica consistenza; nello schema proposto dall'Olanda quel fondo non avrebbe dovuto

intervenire rilevando gli attivi delle banche, ma all'opposto agire sul passivo, sull'*equity*, con interventi di capitalizzazione delle banche.

3. LA PUBBLICIZZAZIONE “FUNZIONALE” DEL CREDITO

La pubblicizzazione funzionale mira a utilizzare l'apporto finanziario pubblico, attraverso la sottoscrizione di obbligazioni e titoli speciali, per accrescere il capitale di banche fundamentalmente sane, al fine di conformare indirettamente il modo in cui la banca viene gestita e quello in cui credito è erogato ai terzi.

Questo processo, tuttavia, non dà origine ad una modificazione autoritativa delle condizioni economiche del credito, che risulta così non agevolato, ma semplicemente garantito nei suoi flussi complessivi.

L'obiettivo, infatti, è quello di evitare che in un contesto macroeconomico fortemente incerto si avvii una spirale perversa tra emergere di sofferenze e restrizione del credito. A differenza del passato, pertanto, non si dà vita ad una vera e propria pubblicizzazione formale dei rapporti tra banche e clienti beneficiari della speciale protezione pubblica, anche se quest'ultima è assistita da un apposito apparato amministrativo di controllo.

In cambio dell'apporto finanziario pubblico, gli operatori sovvenzionati assumono una serie di impegni sia in ordine all'organizzazione interna, sia in ordine alle modalità di esercizio dell'impresa. Questi impegni, nati negli Stati Uniti nel segno etico-morale del tetto alla remunerazione del *management* (l'art. 111 dell'*Economic Emergency Stabilization Act*, in particolare, prevede l'imposizione di limiti al pagamento di compensi che incentivino gli amministratori ad assumere rischi non necessari ed eccessivi che minaccino il valore dei titoli o che siano basati su profitti che poi si rivelino insussistenti o che attribuiscono *any golden parachute payment*), si sono progressivamente estesi, in alcuni paesi, come la Francia (si v., nell'ordinamento francese, l'art. 6 della *Loi de finance rectificative pour le financement de l'économie* n. 2008-1061, che impone agli operatori creditizi, in cambio delle garanzie e delle sottoscrizioni pubbliche, di stipulare un accordo con lo Stato per quanto riguarda il finanziamento dei singoli, delle imprese e delle collettività locali e di adottare regole etiche conformi all'interesse generale) e l'Italia (si v. l'art. 12, l. n. 2/2009), allo scopo di garantire un adeguato flusso di credito agli operatori economici e alle famiglie colpite dalla disoccupazione. Anche negli Stati Uniti, d'altra parte, il *Financial Stability Plan* impone agli operatori creditizi di mostrare come il sostegno pubblico ricevuto venga impiegato per espandere il prestito a imprese e famiglie e obbliga il Segretario al Tesoro a pubblicare studi e rapporti in materia (si v. *The Financial Stability Plan. Deploying our Full Arsenal to Attack the*

Credit Crisis on All Fronts, a cura del Segretario al Tesoro Tim Geithner, 10 febbraio 2009; per una prima attuazione, attraverso il coinvolgimento anche dei privati, si v. il *Public-Private Investment Program* del 23 marzo 2009).

4. IL RITORNO ALLO STATO IMPRENDITORE

In risposta alla situazione di eccezionale turbolenza sui mercati finanziari mondiali, l'Italia ha instaurato un regime di ricapitalizzazione delle istituzioni bancarie destinato a ripristinare la stabilità del sistema finanziario ed a porre rimedio a un grave turbamento dell'economia dello Stato italiano. Come è noto, il piano di intervento pubblico a sostegno delle banche italiane ha avuto una gestione molto travagliata.

Tecnicamente, lo Stato è intervenuto in due frangenti distinti: al culmine della crisi e nella gestione dell'uscita, all'interno di un più ampio disegno di rilancio dell'economia.

In una prima fase, con il d.l. n. 155 del 9/10/2008 convertito con modificazioni dalla l. 4/12/2008, n. 190, il Governo si era orientato a favore di un intervento diretto sul capitale delle banche che presentassero una situazione di inadeguatezza patrimoniale accertata dalla Banca d'Italia.

L'intervento nel capitale esauriva il suo ruolo nella forma e nel tipo delle azioni privilegiate, azioni che non riconoscono un diritto di intervento diretto nella gestione della banca. Le istituzioni ammesse a beneficiare del regime di ricapitalizzazione erano gli enti creditizi, vale a dire tutte le banche di diritto italiano (comprese le controllate di banche straniere), a condizione che le loro azioni, o le azioni delle loro imprese finanziarie madri, siano negoziate su un mercato regolamentato.

La Commissione europea ha approvato il regime di aiuti dell'Italia volto a sostenere il finanziamento dell'economia reale mediante il conferimento di strumenti di capitale a istituzioni finanziarie fondamentalmente sane. La Commissione ha concluso che il regime, opportunamente modificato, costituisce uno strumento adeguato per porre rimedio ad un grave turbamento dell'economia italiana e, come tale, è compatibile con l'articolo 87, par. 3, lett. b), del trattato CE, poiché in linea con la comunicazione contenente gli orientamenti sugli aiuti di Stato per il superamento della crisi finanziaria. In particolare, le misure sono limitate nel tempo e nella portata, prevedono tassi di remunerazione orientati al mercato e contengono abbastanza incentivi per il riscatto della partecipazione dello Stato nel tempo, nonché sufficienti misure di salvaguardia per evitare abusi.

I provvedimenti d'urgenza (decreto legge 9 ottobre 2008, n. 155 e 13 ottobre 2008, n. 240, poi convertiti nelle leggi n. 190 del 4 dicembre 2008 e n. 2 del 28 gennaio) disegnano un quadro interventistico che esalta il ruolo dirigitico nel settore dello Stato verso la ricerca di nuovi equilibri di mercato e nuovi modelli comportamentali, anche di sorveglianza, non più e non soltanto nazionale.

In breve il Governo italiano si è posto due macro obiettivi:

- a) garantire la stabilità del sistema creditizio;
- b) garantire la continuità nell'erogazione del credito alle imprese ed ai consumatori.

Per il raggiungimento di entrambi ha predisposto un complesso programma di interventi che hanno riguardato:

- 1) la sottoscrizione (o la garanzia) da parte del Ministero dell'economia e delle finanze (MEF) di aumenti capitale deliberati da banche italiane che presentano un *deficit* di patrimonializzazione (certificato dalla Banca d'Italia) e comunque in un logica di rafforzamento strutturale da effettuare in un arco temporale minimo di 36 mesi, secondo un programma validato dalla Banca d'Italia. L'intervento pubblico si realizza con la sottoscrizione di azioni privilegiate senza diritto di voto in modo da lasciare alle decisioni del management ed al libero esplicarsi della *governance* la responsabilità delle loro azioni;
- 2) la possibilità di intervento nelle banche in grave crisi e fino al commissariamento delle stesse;
- 3) la possibilità per la Banca d'Italia di erogare finanziamenti garantiti da pegno e cessione di credito finalizzati ad incrementare la liquidità delle banche, operando in tal modo come una qualsiasi istituzione disponibile per la *funding*. In combinato disposto con la suddetta misura è anche previsto che il MEF possa intervenire quale garante della Banca d'Italia nell'erogazione di finanziamenti alle banche italiane ed alle succursali di banche estere operanti in Italia (ed è la prima ed unica volta che tale segmento del sistema bancario italiano viene chiamato in causa), caratterizzando in questo modo il proprio intervento su tutto il sistema creditizio nel suo complesso.

In un'ottica di "moral persuasion" e di eccesso garantistico lo stesso MEF è autorizzato a garantire i depositanti per un periodo di tre anni, affiancando l'apposito Fondo Interbancario di Garanzia che istituzionalmente assiste i depositi fino a € 103.000. È previsto che la garanzia, integrativa rispetto a quella privata già in essere, si attivi nel caso in cui l'assicurazione privata non sia in grado di garantire il rimborso dei depositanti. Viene così rafforzato un sistema di assicurazione dei depositi che, nel confronto internazionale, risultava già prima delle misure particolarmente robusto.

Ma l'intervento statale in Italia va oltre le operazioni sul capitale e/o di garanzia, attuando una strategia di vera e propria "assicurazione" sullo strumento di raccolta più utilizzato dalle banche quale l'emissione di *bond*, peraltro a condizioni di mercato, come qualsiasi datore di fondi.

Sempre nell'ottica di predisporre fonti di approvvigionamento della liquidità per il sistema creditizio, il MEF ha potuto fornire fino alla fine del 2009 garanzie sulle nuove passività bancarie con durata residua compresa tra tre mesi e cinque anni, garanzie ai soggetti che offrono alle banche titoli stanziabili per le operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema, nonché condurre operazioni di *swap* con le banche; questa misura si affianca alle operazioni di *asset swap* predisposte dalla Banca d'Italia fin da ottobre 2009. Interventi, come si nota, complessi e strutturali che vedono da un lato lo Stato garante e dall'altro la Banca d'Italia operatore privilegiato a fianco del sistema interbancario con la finalità di aumentare la liquidità degli *asset* delle banche, stimolandone le opportunità di *funding*.

Vale la pena di evidenziare che, a differenza di altri Stati Membri dell'UE, il Governo Italiano non ha quantificato "ab initio" il proprio intervento né in termini di finanziamenti da erogare, né di sottoscrizione di azioni, né di garanzia, con l'eccezione del *plafond* di € 40 miliardi di titoli di Stato detenuti nel proprio portafoglio a disposizione delle banche per consentire il ricorso alla BCE con uno *swap*, sempre, a condizioni di mercato, con titoli di proprietà di queste ultime ma con *rating* inferiore, così da offrire un collaterale di alta qualità alla BCE.

Ai fini dell'ammissione alle misure di sostegno, la Banca d'Italia deve valutare la bontà della situazione patrimoniale, economica e finanziaria della banca richiedente, in modo da minimizzare il rischio dell'operazione a carico dello stato. Sia per la concessione della garanzia statale che per le operazioni di *swap* le condizioni economiche per l'attivazione delle misure sono state stabilite tenendo conto delle raccomandazioni della BCE e della Commissione europea. Sono stati previsti, inoltre, requisiti volti a far sì che le banche ammesse agli interventi non abusassero del sostegno pubblico.

In pratica si è scelta l'opzione di valutare caso per caso gli interventi supportando con il parere tecnico della Banca d'Italia la propria azione di sostegno. Peraltro, questi complessi strumenti predisposti dall'interventismo statale incidono sul mercato monetario e creditizio ma lasciano aperte altre e necessarie azioni pubbliche sull'economia reale in un contesto reso ancora più difficile dall'appartenenza all'area europea nella quale dovranno essere rivisitati comportamenti tecnici ed azioni politiche.

5. I “TREMONTI BONDS”

Con l'art. 12 del d.l. n. 185 del 29 novembre 2008 (convertito con modificazioni dalla l. 28 gennaio 2009, n. 2) veniva delineata l'opzione per un diverso intervento, ispirato al modello francese.

Questa seconda modalità d'intervento, poi riportata nella legge n. 2/2009, era rivolta a banche fundamentalmente sane ed era tesa a evitare che si determinassero fenomeni di *credit crunch*.

La legge autorizza il MEF a sottoscrivere su specifica richiesta delle banche interessate (banche italiane quotate o società capogruppo di gruppi bancari italiani con azioni quotate), strumenti finanziari privi del diritto di voto, convertibili in azioni ordinarie su richiesta dell'emittente ed eventualmente rimborsabili o riscattabili da parte dell'emittente, previa valutazione della Banca d'Italia che l'operazione non arrechi pregiudizio alle condizioni finanziarie o di solvibilità della banca o del gruppo. L'intervento, così delineato, non risultava comunque sostitutivo di quello da operarsi direttamente sul capitale di cui al d.l. 155/2008 che rimaneva praticabile quale eventuale alternativa (come espressamente si desume dal comma 11 della norma in esame).

Si tratta di passività bancarie computabili nel patrimonio di tipo *Core Tier 1* degli emittenti. La Banca d'Italia, oltre ad accertare la situazione finanziaria delle banche richiedenti, valuta le caratteristiche degli strumenti finanziari.

Dopo un *iter* alquanto tribolato e ritardato rispetto alla previsione normativa, i c.d. “Tremonti bonds” hanno ricevuto il necessario regolamento di attuazione previsto dall'art. 12 del d.l. 185 del 2008 attraverso il decreto del Ministero dell'Economia del 25 febbraio 2009 e l'allegato prospetto di emissione, con cui sono state definiti nel dettaglio criteri, condizioni e modalità di sottoscrizione degli strumenti finanziari.

Come si può constatare, la scelta adottata dal Governo Italiano (già indicata dalla Francia) si è rivelata quella meno invasiva, che non ha previsto una diretta entrata dello Stato nel capitale sociale né interferenze nella *governance* interna della banca. Va segnalata, però, una significativa differenza rispetto agli strumenti ibridi francesi: quelli sono convertibili in azioni privilegiate senza diritto di voto e senza clausole di conversione in azioni ordinarie, mentre i “*Tremonti bonds*” sono convertibili, seppure per volontà dell'emittente, in azioni ordinarie con diritto di voto, con potenziali effetti anche sugli assetti proprietari e sulla *governance* della banca. Il che ha suscitato tra i commentatori non poche perplessità e qualche apprensione considerato che il primo provvedimento regolato dal d.l. n. 155 del 2008, che prevedeva un intervento diretto sul capitale, si riferiva alla sottoscrizione di azioni privilegiate prive del diritto di voto.

6. IL SALVAGENTE STATALE SUI PRESTITI DELLE BANCHE

Una garanzia statale “*incondizionata e irrevocabile*” per le obbligazioni emesse dagli istituti che lo “meritano”, e cioè che si presentano a posto sotto il profilo di redditività e patrimonio. Il “salvagente” è previsto dall’articolo 6 della manovra varata a dicembre 2011, relativo alle “*Misure per la stabilità del sistema creditizio*”. Il provvedimento che rappresenta l’applicazione di uno degli impegni presi in sede comunitaria all’interno del quadro “uscito” dal Consiglio europeo del 26 ottobre 2009, vuole assicurare ai *bond* bancari una sorta di “bollino blu” che ha tre obiettivi: la ripresa della fiducia sul mercato obbligazionario e quindi della raccolta da parte delle banche; la possibilità per gli istituti di accedere alla liquidità della BCE; contrastare di conseguenza il rischio di *credit crunch* derivante dal prosciugamento delle risorse da parte delle banche. Tanto è vero che nel testo si sottolinea che la garanzia “è limitata a quanto strettamente necessario per ripristinare la capacità di finanziamento a medio-lungo termine delle banche beneficiarie”.

Secondo l’articolo 6 il Ministro dell’economia è autorizzato fino al 30 giugno 2012 a concedere la garanzia dello Stato sulle passività delle banche, con scadenza da tre mesi fino a cinque anni o, a partire da gennaio 2012, a sette anni per le obbligazioni garantite. In particolare, la “polizza” concessa su capitale e interessi è riservata agli strumenti solo in euro, a tasso fisso, che rappresentano un debito non subordinato nel rimborso del capitale e nel pagamento degli interessi e che sono “semplici”, cioè “*non devono essere titoli strutturati o prodotti complessi né incorporare una componente derivata*”.

Per ottenere la garanzia statale “*incondizionata, irrevocabile e a prima richiesta*” le banche interessate devono rivolgersi simultaneamente alla Banca d’Italia e al Dipartimento del Ministro dell’economia. La concessione ha luogo sulla base della valutazione di Via Nazionale sull’adeguatezza patrimoniale dell’istituto richiedente e sulla sua capacità di fare fronte alle obbligazioni assunte, quindi sulla redditività. La Banca d’Italia ha in sostanza il compito di valutare il “merito di credito” degli istituti che chiedono la garanzia che, una volta assegnata, corrisponde anche per certi versi a un “voto” ottenuto su criteri oggettivi. Per queste ragioni, viene sottolineato nel testo, le banche che ricorrono agli interventi, che per ammontare massimo vanno comparati al patrimonio di vigilanza, non devono “abusare” del sostegno ricevuto “*per conseguire indebiti vantaggi*”. Nel dettaglio, un punto importante viene rivolto al rapporto con la clientela *retail* che può sottoscrivere i *bond* garantiti dallo Stato, “*nelle comunicazioni commerciali rivolte al pubblico*”. Pena la “squalifica”: il Ministro dell’economia, sempre su segnalazione del Governatore della Banca d’Italia, può escludere la banca inte-

ressata. Tutte attenzioni e valutazioni che richiedono un monitoraggio continuo su operazioni ed effetti. Attività, che secondo la legge, deve essere attuata con scansione semestrale da parte del Ministro dell'economia con il supporto della Banca d'Italia, dato che *“i risultati delle verifiche saranno comunicati alla Commissione europea”*. Ovviamente la garanzia ha un costo per la banca in termini di commissioni annuali il cui calcolo viene indicato nel testo in corrispondenza di vari parametri, come la durata dell'obbligazione, il suo grado di rischio, la presenza o meno di *rating*.

Infine, è prevista la possibilità di garanzia statale su interventi di emergenza: *“Nel rispetto della normativa europea sugli aiuti di Stato”*: il Ministro dell'economia può rilasciare fino al 30 giugno 2012 la garanzia su “finanziamenti erogati discrezionalmente dalla Banca d'Italia per fronteggiare gravi crisi di liquidità”. Quindi una garanzia sui crediti concessi dall'Istituto di vigilanza come “prestatore di ultima istanza”.

Un primo gruppo di disposizioni relative al settore creditizio era già stato inserito nel **decreto-legge 9 ottobre 2008, n. 155** e nel **decreto-legge 13 ottobre 2008, n. 157**, poi accorpati nel corso dell'esame in sede referente del d.l. n. 155.

Il provvedimento recava misure straordinarie al fine di garantire la stabilità del sistema bancario e la tutela del risparmio, in linea con le conclusioni in sede europea. Si ricordano in questa sede i seguenti interventi:

- ***misure di ricapitalizzazione delle banche***. Il Ministero dell'economia e delle finanze è stato autorizzato, fino al 31 dicembre 2009, intervenire presso le banche che si trovano in situazione di inadeguatezza patrimoniale accertata dalla Banca d'Italia, attraverso la sottoscrizione o la garanzia di aumenti del capitale sociale;
- ***garanzia statale sulle passività bancarie*** e possibilità di scambio tra titoli di Stato e strumenti finanziari detenuti dalle banche. Il MEF è stato autorizzato, sino al 31 dicembre 2009, a concedere la garanzia dello Stato sulle passività delle banche con scadenza fino a 5 anni, di emissione successiva al 13 ottobre 2008;
- estensione delle ***procedure di amministrazione straordinaria*** e gestione provvisoria ***alle banche*** con problemi di liquidità;
- ***garanzie sui depositi bancari***. Sono state integrate le vigenti disposizioni italiane in tema di garanzia sui depositi, aggiungendo ai sistemi di natura privatistica già presenti nell'ordinamento la possibilità di rilascio, da parte del Ministero dell'economia e delle finanze, di una garanzia statale a favore dei depositanti delle banche italiane per i 36 mesi successivi al 9 ottobre 2008 (fino al 9 ottobre 2011).

7. NUOVI STRUMENTI FINANZIARI PER LE BANCHE EUROPEE

In aderenza agli obiettivi di rafforzamento patrimoniale per le banche europee, il Ministero dell'economia e delle finanze, potrà sottoscrivere, fino al 31 dicembre 2012, su specifica richiesta di una banca, nuovi strumenti finanziari. La sottoscrizione non è immediata ma è consentita solo a seguito dell'acquisizione della decisione della Commissione europea sulla compatibilità della norma in commento con la normativa in materia di aiuti di Stato applicabile alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria.

Il 26 ottobre 2011 il Consiglio europeo ha ritenuto necessario introdurre misure per rafforzare la base patrimoniale delle banche dell'Unione, in considerazione delle perduranti tensioni nei mercati finanziari europei.

In relazione al finanziamento dell'aumento di capitale, la dichiarazione dei Capi di Stato e di Governo dell'Unione europea del 26 ottobre 2011 precisa che *“le banche dovrebbero in prima istanza usare fonti di capitale privato”*, che *“se necessario i governi nazionali dovrebbero fornire sostegno e, qualora questo non fosse disponibile, la ricapitalizzazione dovrebbe essere finanziata tramite prestito del FESF per i paesi della zona euro”* e che *“qualsiasi forma di sostegno pubblico, a livello sia nazionale che di UE, sarà soggetta alla condizionalità del vigente quadro di aiuti di Stato speciali in caso di crisi, che la Commissione ha dichiarato sarà applicato con la proporzionalità necessaria tenuto conto del carattere sistemico della crisi”*.

La decisione era parte di un più ampio pacchetto di misure che includeva anche interventi per la Grecia, il rafforzamento dello *European Financial Stability Facility* (EFSF), l'introduzione di garanzie pubbliche sulle passività delle banche. A seguito della Dichiarazione del Consiglio sopra richiamata, l'*European Banking Authority* (EBA) ha emanato la Raccomandazione EBA/REC/2011/1 dell'8 dicembre 2011, destinata alle Autorità di vigilanza nazionali, nella quale si chiedeva di assicurare che i principali istituti di credito europei aumentassero la propria dotazione patrimoniale attraverso la costituzione di un *buffer* di capitale, eccezionale e temporaneo, tale da portare, entro il 30 giugno 2012, il rapporto tra capitale di qualità più elevata (*Core tier 1*) e le attività ponderate per il rischio, dopo aver valutato in modo particolarmente conservativo le esposizioni verso gli emittenti sovrani detenute dalle banche a settembre del 2011. Per i titoli di Stato, in particolare, la valutazione si basava sulle quotazioni di mercato allora prevalenti, particolarmente basse per quelli italiani. Il *buffer* doveva essere costituito entro il 30 giugno 2012.

La Raccomandazione dell'EBA è stata adottata sulla base dell'articolo 16 del Regolamento n. 1093/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, ai sensi del quale l'EBA può indirizzare raccomandazioni alle Autorità di vigilanza nazionali.

Queste hanno l'obbligo di adeguarsi alla raccomandazione o di spiegare le ragioni per le quali non intendono farlo (*comply or explain*).

In base alla decisione del Consiglio europeo – sostenuta pienamente dal Governo italiano – è stato previsto che i governi nazionali dessero il supporto richiesto qualora gli altri interventi non fossero sufficienti a raggiungere i livelli patrimoniali richiesti (misure di *backstop*).

In tutta Europa le banche coinvolte erano 71; l'aumento della dotazione patrimoniale richiesto dall'esercizio era di 115 miliardi. L'esercizio non è uno *stress test*; non quantifica le perdite potenziali a fronte delle esposizioni verso gli emittenti sovrani. La valutazione ai prezzi di mercato delle esposizioni verso il rischio sovrano era motivata da eccezionali tensioni di liquidità, per cui in situazioni di turbolenza le banche che non riuscivano a reperire liquidità sul mercato avrebbero potuto essere costrette a cedere i titoli in portafoglio a prezzi di mercato, inferiori ai valori nominali.

Le banche italiane interessate erano cinque (Unicredit, Banca Intesa, Banca MPS, UBI, Banco Popolare); per quattro delle cinque banche erano emerse esigenze di capitale aggiuntivo pari, nel complesso, a 15,4 miliardi. Tre delle quattro banche interessate hanno comunicato, sulla base dei piani da loro predisposti e vagliati dalla Vigilanza, di essere in linea con la raccomandazione dell'EBA senza necessità di ricorrere al sostegno pubblico. Oltre il 70% dello *shortfall* di capitale complessivo è stato coperto da aumenti di capitale realizzati sul mercato nei primi mesi del 2012 o con autofinanziamento.

In Italia, Banca MPS ha completato solo parte delle azioni previste nel piano; le difficoltà incontrate nella realizzazione delle dismissioni inizialmente ipotizzate, anche per le difficili condizioni di mercato, e la sopravvenuta impraticabilità del ricorso a nuove emissioni di capitale per l'acuirsi delle tensioni sui mercati finanziari hanno reso necessaria l'attivazione di una misura alternativa di rafforzamento patrimoniale, nella forma di un intervento pubblico.

8. IL CASO MPS

Per il raggiungimento di tali obiettivi, il 26 giugno 2012 il Consiglio dei Ministri, su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze, ha approvato il d.l. 87/2012 (pubblicato sulla G.U. n. 148 del 27 giugno 2012), contenente misure urgenti per la ripatrimonializzazione della Banca MPS, attraverso la sottoscrizione da parte del Governo di nuovi strumenti finanziari per un importo massimo di 2 miliardi. Tali strumenti sono simili a quelli già emessi dalle banche ai sensi dell'art. 12 del d.l. n. 185/2008 (c.d. "Tremonti bond"), salvo alcune modifiche necessarie per tenere

conto dell'evoluzione della disciplina comunitaria in materia di aiuti di Stato come previsto dal d.l. n. 87/2012. L'intervento normativo si inserisce nel solco delle indicazioni e delle direttive fornite in sede europea per il rafforzamento dei requisiti di capitale degli istituti di credito, stante le perduranti tensioni sui mercati finanziari con particolare riferimento ai titoli di debito sovrano.

Venendo all'analisi delle principali disposizioni contenute nel provvedimento, l'art. 5 definisce le caratteristiche fondamentali dell'autorizzazione legislativa all'intervento finanziario: il Ministero dell'economia e delle finanze, su specifica richiesta di una banca (di seguito anche l'"Emittente") è autorizzato:

- a) a sottoscrivere, fino al 31 dicembre 2012, anche in deroga alle norme di contabilità di Stato, nuovi strumenti finanziari, computabili nel patrimonio di vigilanza (*Core Tier 1*) come definito dalla menzionata Raccomandazione EBA, fino all'importo di 2 miliardi di euro;
- b) a sottoscrivere, entro il medesimo termine, nuovi strumenti finanziari per l'importo ulteriore di 1,9 miliardi di euro al fine dell'integrale sostituzione dei c.d. "Tremonti Bond" emessi in passato dalla stessa banca.

8.1. CONDIZIONI PER LA SOTTOSCRIZIONE

Ai fini dell'economicità complessiva dell'operazione si ritiene che la sottoscrizione dei nuovi strumenti finanziari non possa essere disgiunta dalla sostituzione con questi dei cd. Tremonti-bonds emessi da MPS e sottoscritti dal Ministero, le cui condizioni risultano, nelle attuali condizioni di mercato, penalizzanti per lo Stato italiano.

Pertanto, ai sensi dell'art. 6, prima della sottoscrizione dei nuovi strumenti finanziari da parte del Ministero, è necessario che la banca in questione abbia provveduto al riscatto (*rectius* rimborso) dei Tremonti Bond emessi nel rispetto delle condizioni previste dal d.m. 25 febbraio 2009 e del prospetto a questo allegato. Più precisamente, l'importo dovuto per il riscatto è compensato con l'importo dovuto dal Ministero per la sottoscrizione dei nuovi strumenti finanziari.

A tal proposito si evidenzia che in base al prospetto ora menzionato, che contiene il regolamento contrattuale dei Tremonti bond, in caso di emissione di nuovi strumenti finanziari, la remunerazione dei Tremonti bond, per il periodo decorrente dal 1° gennaio 2012 fino alla data di riscatto, è calcolata secondo le condizioni di remunerazione previste per i nuovi strumenti finanziari definita da apposito decreto ministeriale. Tale remunerazione è corrisposta alla prima data di pagamento degli interessi prevista per i nuovi strumenti finanziari.

La delibera con la quale l'assemblea decide sulla destinazione degli utili è vincolata al rispetto delle condizioni di remunerazione dei nuovi strumenti finanziari.

Se gli interessi non sono corrisposti, per assenza o incapacienza degli utili distribuibili, l'Emittente assegna al Ministero delle azioni ordinarie di nuova emissione per una quota del patrimonio netto corrispondente all'importo della cedola non corrisposta. Il relativo aumento di capitale, o, comunque, l'emissione delle azioni e la conseguente modifica nello statuto dell'indicazione del numero di azioni ordinarie sono deliberati dal consiglio di amministrazione.

8.2. CONFORMITÀ CON LA DISCIPLINA DEGLI AIUTI DI STATO

I nuovi strumenti replicano in larga misura le obbligazioni speciali convertibili in azioni, introdotte nel 2008 dall'art. 12 del d.l. n. 185/2008. Già nel corso del 2010 era stata prevista la riattivazione, sino alla fine di quell'anno, di questi strumenti come potenziale misura di *back stop* pubblico nell'ambito delle prove di *stress* condotte a livello europeo; in quell'occasione era stata anche prevista la possibilità di prorogare ulteriormente la misura senza ricorrere alla legge (si prevedeva un Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri).

Poiché però nel frattempo si è modificata la disciplina comunitaria degli aiuti di stato alle banche (Comunicazione della Commissione dell'Unione europea del 1° dicembre 2011, relativa all'applicazione, dal 1° gennaio 2012, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria), il Governo ha ritenuto che il quadro normativo esistente non consentisse, tramite una semplice riattivazione con Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, l'emissione di strumenti in linea con le nuove regole. La comunicazione prevede un sostanziale inasprimento dei vincoli in capo alle banche che ottengono sostegno pubblico. La sottoscrizione dei nuovi strumenti finanziari da parte del Ministero, infatti, non è immediata ma è consentita solo a seguito dell'acquisizione della decisione della Commissione europea sulla compatibilità della norma in commento con la normativa in materia di aiuti di Stato applicabile alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria. In conformità delle medesime Comunicazioni l'art. 7 enuclea una serie di disposizioni volte a limitare gli effetti distorsivi della concorrenza potenzialmente derivanti dal sostegno pubblico. In caso di sottoscrizione dei nuovi strumenti finanziari da parte del Ministero, l'Emittente svolge la propria attività in modo da non abusare del sostegno ricevuto e conseguirne indebiti vantaggi. A tale fine, l'Emittente è tenuto a presentare alla Commissione Europea un piano di ristrutturazione conforme alle disposizioni europee in materia di aiuti di Stato, anche per quanto attiene alle strategie commerciali e di espansione, alle politiche di distribuzione degli utili e ai meccanismi di remunerazione e incentivazione (art. 7, comma 3).

Per il tempo necessario all'attuazione del piano di ristrutturazione, l'Emittente

non può acquisire, direttamente o indirettamente, nuove partecipazioni in banche, in intermediari finanziari e in imprese di assicurazione e di riassicurazione, salvo che l'acquisizione sia funzionale all'attuazione del Piano e sia compatibile con la normativa europea in materia di aiuti di Stato.

Inoltre, nel caso in cui il bilancio dell'Emittente evidenzi una perdita di esercizio non sono corrisposti interessi sugli altri strumenti finanziari subordinati il cui contratto preveda la facoltà per la banca Emittente di non corrispondere la remunerazione in caso di andamenti negativi della gestione.

8.3. PROCEDURA

L'intervento pubblico presuppone l'inoltro di una specifica richiesta da parte di Banca MPS accompagnata dalla documentazione necessaria, in particolare, alle valutazioni che saranno esperite da Banca d'Italia, indicate in dettaglio nell'art. 8. La sottoscrizione dei nuovi strumenti finanziari avviene sulla base della positiva valutazione dell'operazione da parte dell'Autorità di vigilanza di settore, che indica anche l'importo di nuovi strumenti finanziari da sottoscrivere nei limiti di quello necessario alla costituzione del *buffer* richiesto dalla Raccomandazione EBA.

Nel dettaglio, la Procedura di emissione prevede che l'Emittente, che intende emettere nuovi strumenti finanziari, deve trasmettere al Ministero ed alla Banca d'Italia almeno trenta giorni prima dalla data di sottoscrizione prevista, una comunicazione che include:

- a) la delibera del consiglio di amministrazione;
- b) l'importo della sottoscrizione richiesta;
- c) il valore nominale iniziale di ciascuno strumento finanziario emesso;
- d) la data di sottoscrizione prevista;
- e) il menzionato Piano di ristrutturazione.

Entro quindici giorni dalla ricezione di tale comunicazione, la Banca d'Italia valuta:

- a) l'adeguatezza del Piano, anche in relazione alla normativa europea in materia di aiuti di stato;
- b) l'adeguatezza patrimoniale attuale e prospettica dell'Emittente;
- c) il profilo di rischio dell'Emittente;
- d) le caratteristiche dei nuovi strumenti finanziari, la loro conformità ai requisiti richiesti dal decreto in commento e la loro computabilità nel patrimonio di vigilanza;
- e) l'ammontare dei nuovi strumenti finanziari al fine del conseguimento delle finalità di rafforzamento patrimoniale.

La Banca d'Italia può chiedere all'Emittente dei chiarimenti, delle integrazioni ed effettuare degli accertamenti. In tali casi il termine di quindici giorni è sospeso. Le valutazioni della Banca d'Italia sono comunicate all'Emittente ed al Ministero.

Prima della sottoscrizione dei nuovi strumenti finanziari è necessario attendere un decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri che individui le risorse finanziarie a cui attingere per finanziare tale sottoscrizione dal parte del Ministero.

8.4. LE CARATTERISTICHE DEI NUOVI STRUMENTI FINANZIARI

Come si è già osservato, questo intervento si pone in una linea di continuità con le misure di sostegno al capitale delle banche adottate nel 2008 dal Governo italiano. I nuovi titoli risultano pertanto essere molto simili ai "Tremonti bond", i quali prevedevano una struttura di incentivi volti a favorire l'uscita dello Stato dopo un certo periodo di tempo, attraverso una remunerazione crescente con il passare del tempo e una compartecipazione all'eventuale rivalutazione del prezzo di mercato delle azioni delle banche.

Diversamente, un eventuale intervento diretto dello Stato nel capitale della banca, attraverso l'acquisizione di azioni ordinarie, sarebbe stato percepito come una vera e propria nazionalizzazione; avrebbe rischiato di produrre effetti depressivi sul prezzo delle azioni in circolazione, con un impatto rilevante non solo sugli attuali azionisti di controllo, ma anche su investitori istituzionali e piccoli azionisti.

La scelta di ricorrere a strumenti di capitale simili ai "Tremonti bond" si giustifica anche sulla base della considerazione che tali strumenti sono già noti al mercato e sono stati a suo tempo vagliati e approvati dalla Commissione dell'Unione europea, il che dovrebbe facilitarne l'approvazione da parte delle autorità comunitarie. L'art. 9 descrive le principali caratteristiche dei nuovi strumenti finanziari (che saranno successivamente dettagliate con le disposizioni di attuazione previste all'art. 11): questi sono privi dei diritti di voto e sono convertibili in azioni ordinarie a richiesta dell'Emittente. L'esercizio della facoltà di conversione è sospensivamente condizionato alla deliberazione in ordine al relativo aumento di capitale (si prevedono regole semplificate, relativamente ai *quorum* richiesti per l'approvazione della deliberazione di aumento di capitale, rispetto alla disciplina ordinaria).

È prevista a favore dell'Emittente la facoltà di rimborso o riscatto, a condizione che il relativo atto sia autorizzato dalla Banca d'Italia, avendo riguardo alle condizioni finanziarie e di solvibilità dell'Emittente e del relativo gruppo bancario. In conformità al par. 13 della Comunicazione della Commissione europea 2011/C-356/02, si prevede che in mancanza di utili gli interessi siano corrisposti nella forma di assegnazione di azioni ordinarie. L'ammontare da assegnare di

queste è calcolato in funzione della quota di patrimonio netto corrispondente all'importo della cedola non corrisposta. Al fine della semplificazione degli adempimenti si prevede che il corrispondente aumento di capitale sia deliberato dal consiglio di amministrazione (poiché lo statuto di MPS prevede che le azioni non abbiano valore nominale è stata presa in considerazione anche l'ipotesi che l'emittente, fermo restando l'ammontare del capitale, aumenti il numero delle azioni ordinarie da cui questo è rappresentato).

In considerazione della possibilità che tale meccanismo comporti l'assunzione di partecipazioni rilevanti, secondo la relativa disciplina, si è ritenuto in ragione delle caratteristiche dell'acquirente e dell'operazione, di disapplicare nei confronti del Ministero:

- a) le disposizioni relative alle partecipazioni nelle banche ed ai requisiti di professionalità ed onorabilità previste dal Testo Unico bancario;
- b) le disposizioni relative alle offerte pubbliche previste dal Testo Unico della finanza;
- c) eventuali limiti di possesso azionario previsti da disposizioni legislative o statutarie.

Quanto al reperimento delle risorse necessarie a finanziare l'intervento, l'art. 10 replica le soluzioni già presenti nel d.l. n. 185/2008, come modificate dalla legge di conversione. Si prevede quindi che le risorse siano individuate con Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri previo parere delle Commissioni parlamentari competenti per i profili di carattere finanziario.

Le caratteristiche degli strumenti finanziari non disciplinate direttamente dalla legge – tra cui anche le condizioni di remunerazione, i casi di riscatto, rimborso e conversione nonché ogni altro elemento necessario alla gestione delle fasi successive alla sottoscrizione dei nuovi strumenti finanziari – dovranno essere definite dal Ministero dell'economia e delle finanze con un decreto di natura non regolamentare (art. 11). Tali caratteristiche saranno stabilite – tra l'altro – sulla base della citata Comunicazione del 1° dicembre 2011 della Commissione dell'Unione europea, che prescrive condizioni volte ad assicurare che l'intervento dello Stato avvenga secondo criteri di economicità, ad esempio fissando condizioni di remunerazione coerenti con le dimensioni relative dell'intervento e il grado di rischio dello strumento.

È opportuno che il decreto ministeriale riproduca questa struttura per assicurare la natura temporanea dell'intervento. La computabilità di questi strumenti nel patrimonio di vigilanza di qualità primaria delle banche è ammessa, in base alla bozza di regolamento dell'Unione europea (CRR), solo per cinque anni dall'entrata in vigore delle nuove norme, cioè sino alla fine del 2017.

8.5. L'IMPATTO SUL BILANCIO PUBBLICO

Anche dopo la sottoscrizione dei nuovi strumenti finanziari l'ammontare complessivo di aiuti di Stato erogati alle banche italiane dall'inizio della crisi rimarrà assai contenuto nel confronto internazionale con riferimento sia alle ricapitalizzazioni sia alle garanzie statali.

Le possibili ripercussioni in termini di oneri a carico del bilancio pubblico di fallimenti nel sistema bancario variano da paese a paese anche in considerazione della predisposizione di nuovi strumenti di sostegno finanziario attivabili in situazioni di crisi degli intermediari bancari (garanzie sui depositi forme di *resolution funds*, requisiti patrimoniali). Il rischio di dover ricorrere al bilancio pubblico per sanare le perdite sistemiche del settore bancario dipende in modo rilevante dalla possibilità che una crisi bancaria si estenda a seguito del contagio tra banche, sia attraverso il canale interbancario, sia mediante altri canali, come ad esempio la comune esposizione delle banche verso titoli di debito sovrano di paesi in difficoltà finanziaria, o su strumenti finanziari illiquidi e a alto rischio. A questo riguardo, il sistema bancario italiano presenta rischi di contagio relativamente più contenuti rispetto ad altri paesi europei, a motivo sia del basso peso relativo della raccolta interbancaria, sia per una relativamente contenuta propensione delle banche italiane ad attività di *trading* in strumenti fortemente volatili su mercati finanziari poco liquidi, sia, alla loro contenuta esposizione verso i Paesi sovrani a maggior rischio (fatte salve ovviamente le recenti tensioni transitorie derivanti dal debito sovrano italiano).

Se a queste caratteristiche si aggiungono un quadro relativamente positivo e stabile in termini di raccolta (depositi) e un buon livello di capitalizzazione in rapporto ai rischi, è ragionevole attendersi rischi per le finanze pubbliche italiane tendenzialmente contenuti.

In particolare, il sostegno pubblico al capitale del sistema bancario italiano nel periodo dicembre 2008 - giugno 2012 mediante i "Tremonti bond" è stato pari a 4,1 miliardi. Quattro banche hanno beneficiato di questa misura (Banco Popolare, Banca Popolare di Milano, Credito Valtellinese e Banca MPS). Il Banco Popolare ha già provveduto al rimborso dei titoli. L'ammontare residuo di titoli detenuti dallo Stato è pari oggi a 2,6 miliardi, lo 0,2% del PIL. Includendo anche la nuova *tranche* di aiuti per Banca MPS esso salirà allo 0,3%. Lo Stato ha incassato cedole per interessi pari all'8,5%; se i "Tremonti bond" non verranno restituiti prima, la remunerazione collegata al tasso d'interesse è destinata a crescere al 9% dal 2013 al 2016, e

segue a pag. 220

successivamente dello 0,5% ogni due esercizi fino a raggiungere il limite del 15%, oltre ad una maggiorazione sul valore nominale al momento del rimborso. Questi rendimenti potrebbero risultare anche maggiori in relazione all'andamento dello *spread* sui titoli di Stato o all'eventuale distribuzione di dividendi eccezionali da parte delle banche emittenti. Per quanto riguarda la garanzia concessa dallo Stato sulle passività bancarie, le banche italiane hanno utilizzato questa forma di supporto pubblico a partire dall'inizio del 2012.

L'ammontare complessivo dell'intervento è pari a 86 miliardi (5,4% del PIL). Dal confronto con i dati pubblicati dalla Commissione dell'Unione europea emerge che le misure di sostegno pubblico adottate in Italia sono assai modeste rispetto a quelle approvate in altri paesi europei in seguito alla crisi. Nel periodo 1° ottobre 2008 - 1° ottobre 2011 (ultimo dato disponibile), la Commissione dell'Unione europea ha approvato aiuti di Stato per il settore finanziario per un ammontare complessivo pari a 4.506,5 miliardi, il 36,7% del PIL europeo. Nel periodo 2008-2010 il volume di aiuti effettivamente utilizzati dagli stati membri in Europa è stato pari a 1.608 miliardi, il 13,1% del PIL europeo. Il valore delle garanzie e delle misure a sostegno della liquidità è stato pari a 1.199 miliardi (9,8% del PIL europeo). La restante parte degli aiuti è stata autorizzata a fronte di operazioni di ricapitalizzazione e di "*impaired asset relief measures*" (409 miliardi, pari al 3,3% del PIL europeo).

Fonte: L. Federico Signorini, Audizione del Direttore Centrale sulla vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia sulla conversione in legge del D.L. 27 giugno 2012, n. 87, Roma, 10 luglio 2012.

9. IL FONDO ITALIANO DI INVESTIMENTO PER LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE

Tra le altre misure di intervento diretto nell'economia adottate dal MEF vi è anche il ritorno dello Stato-banchiere. Questo è avvenuto in modo indiretto tramite il ricorso a due società controllate: CDP e SACE. Grazie alle modifiche dello statuto della CDP apportate nel 2009, il risparmio postale può essere utilizzato per il compimento di operazioni di interesse pubblico previste dallo stesso statuto. Questa innovazione ha permesso al MEF di utilizzare la raccolta postale per finanziare per un totale di 8 miliardi di euro le piccole e medie imprese a condizioni di favore. La misura ha natura temporanea e si affianca all'operatività simile della CDP tramite il Fondo rotativo per il sostegno alle imprese e agli investimenti in ricerca per 6 miliardi di euro. Lo stanziamento è avvenuto in due fasi: una prima *tranche* nel maggio 2009 e una seconda nel febbraio 2010. Il Fondo Italiano di Investimento per le Piccole e Medie Imprese costituisce un

fondo comune di investimento mobiliare di tipo chiuso partecipato, con quote uguali, da tre banche private (Unicredit, Banca Intesa e Montepaschi), dalle associazioni degli industriali e dei banchieri (Confindustria e ABI) e da due soggetti pubblici: la Cassa depositi e prestiti (CDP) e il Ministero del Tesoro.

Il Fondo, gestito da una Società di gestione del risparmio (Sgr), potrà acquistare quote di partecipazione al capitale delle imprese, di minoranza, o sottoscrivere prestiti subordinati delle stesse per un tempo limitato (fino a 15 anni). La mano pubblica è rappresentata soprattutto dalla partecipazione della CDP, anche se essa non utilizza le risorse del risparmio postale, ma solo fondi acquisiti attraverso raccolta di risparmio sul mercato dei capitali.

L'obiettivo posto in termini di raccolta è di tre miliardi di euro con un primo *closing* a 1 miliardo sottoscritto da CDP e dalle tre banche. L'iniziativa ha, tra gli altri fini, quello di rivitalizzare il mondo del *private equity*, che in Italia conosce un'esperienza assai limitata. L'obiettivo strategico del Fondo è di tipo industriale: in particolare, si prefigge di contribuire alla crescita delle imprese con un fatturato tra i 10 e i 100 milioni favorendo i processi di ripatrimonializzazione e aggregazione ed evitando operazioni più rischiose quali quelle di *leverage buyout*, *management buyout* e il salvataggio di imprese in crisi. In questa prospettiva il Fondo si deve accontentare di ritorni più contenuti rispetto ai fondi tradizionali di *private equity*.

Sul ruolo che l'iniziativa può svolgere, emergono due punti critici. In primo luogo, rilevano la *governance* e la natura dell'operazione. Il ruolo preponderante delle tre banche nella sottoscrizione del Fondo e, in particolare, nel consiglio di amministrazione pone un problema di potenziale conflitto di interessi: chi garantisce che le banche non utilizzino il Fondo per risolvere i problemi dei loro clienti in modo non virtuoso? A tal proposito sarebbe stato opportuno che il fondo disponesse della credibilità necessaria per raccogliere risorse anche da investitori esteri.

Il secondo aspetto riguarda il *target* industriale. L'obiettivo di finanziare la crescita delle imprese con un fatturato tra 10 e 100 milioni di euro (15000 imprese) è ambizioso visto che anche il mercato del *private equity* in Italia tipicamente rifugge questo tipo di segmento: nel 2009 meno di 500 milioni di euro su un totale di 2600 milioni di investimenti sono stati destinati allo sviluppo delle imprese, un dato che anche negli ultimi due anni ha continuato a registrare un desolante declino. Piuttosto, in Italia il sistema del *private equity* ha per lo più svolto un ruolo nel *leverage* e nel *management buyout*. Il rischio è però che si sia in presenza di un eccesso di offerta di fondi in un segmento in cui il privato è poco presente non per suo difetto, ma per mancanza di vere opportunità.

Insomma, il timore è che non vi siano opportunità di investimento a sufficienza per questo tipo di operazioni.

Ad ogni modo, con questo strumento si rafforza il patrimonio delle imprese, che rappresenta un elemento importante nella valutazione delle banche ai fini della concessione del credito. Nella medesima prospettiva è strutturato l'intervento integrato fra la SACE e la CDP per sostenere il credito all'esportazione, attraverso la creazione di Expedia-banca.

Sistema export banca (l. 102/2009 - art. 8): altro strumento agevolativo, reso operativo il 18 febbraio 2010 tramite la convenzione SACE-CDP a cui è seguito, il 30 luglio 2010, il protocollo d'intesa firmato da CDP, SACE, ABI e alcune banche primarie, volto a facilitare l'accesso al credito per favorire le esportazioni. Sono previste una corsia diretta e una indiretta. Nel primo caso, la CDP mette a disposizione del sistema bancario la sua liquidità per l'*export credit*, attingendo alla raccolta del risparmio postale. L'operazione è garantita al 100% dalla Sace che fornirà la sua garanzia alla CDP. Le banche interessate potranno utilizzare questa doppia risorsa a una condizione: rispettare un tetto sul margine per la clientela *corporate*. Nel caso della corsia indiretta, la Cassa eroga il finanziamento di scopo alla società straniera acquirente dei beni dell'azienda italiana, qualora il sistema bancario non sia disponibile ad intervenire in ragione delle caratteristiche temporali o dimensionali delle stesse, ovvero qualora si tratti di operazioni strategiche per il Paese. In sintesi, è uno strumento di "sistema" diretto di finanziamento alle attività di internazionalizzazione che amplia la capacità degli intermediari e migliora le condizioni di finanziamento, a vantaggio della competitività.

Fonte: MPS - Osservatorio sulla normativa - giugno 2011

10. LO STATO FORNITORE DI GARANZIE

Un'ulteriore forma di intervento dello Stato garante riguarda l'aumento significativo del "Fondo di garanzia per i finanziamenti alle piccole e medie imprese". Il Fondo è stato istituito nel 1996, rifinanziato nel 2008, ed è attualmente assistito dalla garanzia di ultima istanza da parte dello Stato.

La garanzia statale ha consentito alle banche di godere di un trattamento prudenziale favorevole (cfr. circolare Banca d'Italia 3/08/2009) per i finanziamenti assistiti dal Fondo, facilitando così la concessione del credito da parte delle banche. In una logica analoga si pone la costituzione del Fondo italiano di investimento per le PMI (fondo di *private equity*), di cui si è parlato poco sopra. Il Fondo rilascia garanzie dirette per finanziamenti bancari a PMI, ovvero contro-garantisce gli stessi finanziamenti a fronte di garanzia rilasciata dai Confidi

(Consorti di garanzia collettiva dei fidi). Il Fondo – veicolando risorse anche tramite il sistema dei Confidi – permette in buona sostanza di liberare le banche dalla necessità di provvedere ad accantonamenti per l'erogazione del credito. Dai primi dati emerge che il Fondo ha conosciuto nel 2010 una forte crescita del volume complessivo dei finanziamenti (5,7 miliardi, + 203% rispetto al 2009) e degli importi garantiti (3,2 miliardi, + 221%). In conformità con le aspettative, il rifinanziamento ha portato a più di 25 miliardi di nuovi finanziamenti.

Il **Fondo di garanzia per le PMI**, operativo dal 1° gennaio 2000, prevede una garanzia pubblica alle PMI a fronte di finanziamenti concessi dalle banche: la dotazione del fondo, in termine di stanziamento, è stata ampliata a 1,6 mld. consentendo di rilasciare garanzie per circa 23 mld. (le garanzie vengono rilasciate nell'ambito di un coefficiente di moltiplicazione pari a 16 volte l'ammontare del Fondo); il decreto del 9 aprile 2009 ha poi innalzato l'importo massimo garantito, da 500mila a 1,5 milioni, ed ha esteso il fondo anche alle imprese artigiane, di trasporto ed alle cooperative.

- Al 28 febbraio 2011, lo **stock di finanziamenti** e del garantito in essere risulta rispettivamente pari a 11,7 miliardi e 6,7 miliardi. Dal 1° gennaio 2000, sono state garantite oltre 140mila operazioni per finanziamenti totali di 26,5 miliardi e un importo garantito di 14,2 miliardi. Nel primo bimestre 2011 rispetto al primo del 2010, le richieste di accesso alle garanzie sono aumentate del 48,5% e le operazioni ammesse (9.000) del 46%; i finanziamenti hanno toccato 1,5 mld. Cresce di più il bisogno di interventi di garanzia diretta (+44%) rispetto a quelli di controgaranzia (+27%) che prevedono l'entrata in azione dei Confidi.
 - Sempre secondo i dati del Comitato di gestione attivo presso il Ministero dello Sviluppo economico, le operazioni sono raddoppiate sia tra il 2008 ed il 2009 (da 13.947 a 24.600 domande accolte) sia tra il 2009 e il 2010 (a quota 50 mila) e, nel primo trimestre 2011, con oltre 14 mila domande l'aumento è stato del 40% rispetto al primo periodo del 2010. La netta maggioranza delle imprese chiede il sostegno del Fondo per ottenere **finanziamenti legati a esigenze di liquidità**, mentre solo il 18,3% riguarda operazioni a fronte di investimenti.
 - Per fronteggiare la costante crescita dell'operatività, nel 2011 si è scelto di ridimensionare la portata dei singoli interventi: la **percentuale di copertura della garanzia** è scesa dal 60 al 50% per quanto riguarda gli interventi di garanzia diretta e dal 90 all'80% per le operazioni di controgaranzia.
-

L'utilizzo dello strumento, tuttavia, ha mostrato qualche segnale preoccupante che ha confermato i timori circa l'impiego della garanzia pubblica in modo non selettivo: nell'80% dei casi le imprese hanno fatto ricorso al Fondo per motivi di liquidità e non per finanziare investimenti: si tratta, quindi, di aziende con seri problemi almeno da un punto di vista finanziario. Si osserva anche un disallineamento geografico rispetto all'allocazione del credito con una elevata percentuale dei finanziamenti erogati nel Mezzogiorno.

Con tale strumento lo Stato fornisce solo garanzia e non impegna risorse, un aspetto poco discorsivo a prima vista per il funzionamento dell'economia ma che in realtà rischia di essere assai pericoloso. Il rischio è che la qualità degli affidatari sia modesta con un fenomeno di selezione avversa per cui le imprese che fanno affidamento sul Fondo finiscono per essere quelle che non trovano condizioni di credito a buon mercato presso gli intermediari creditizi. Il timore concreto è che il Fondo serva solo a "prorogare" la vita di imprese ormai decotte. Il problema andrebbe affrontato guardando al cuore dello strumento in quanto siamo in presenza di un rapporto principale-agente tra Fondo di garanzia e banca che valuta l'affidamento in cui gli incentivi ad operare al meglio per quest'ultima sono assai ridotti.

Cresce il ruolo della CDP nel sostegno all'economia. Questi i **principali campi di intervento**:

- ruolo tradizionale di erogatore di mutui agli enti locali e territoriali per investimenti infrastrutturali;
- partecipazione al Fondo italiano di investimento, il fondo di *private equity* per il rafforzamento patrimoniale delle PMI;
- messa a disposizione delle banche di 8 miliardi di risparmio postale, nell'ambito del Fondo di Garanzia per le PMI;
- contributo all'allungamento della sospensione del rimborso dei prestiti agli stessi tassi, nell'ambito della proroga al 31 luglio 2011 di Avviso Comune;
- sostegno dei finanziamenti all'*export* in collaborazione con Sace.

In prospettiva, è prevista una evoluzione del ruolo della CDP secondo il modello organizzativo della **tedesca KfW**, con ampi poteri di intervento per prendere direttamente commesse all'estero e riversarle alle PMI.

Fonte: MPS - Osservatorio sulla normativa - giugno 2011

Il **28 febbraio 2012** è stata siglata l'intesa per "**Nuove misure per il credito alle PMI**" dall'ABI, dal Ministro per lo sviluppo economico, dal Vice Ministro dell'economia e delle finanze e da alcune associazioni d'impresa al fine di assicurare la disponibilità di adeguate risorse finanziarie per le imprese che, pur registrando tensioni, presentano comunque prospettive economiche positive.

Gli interventi finanziari previsti per le imprese sono di 3 tipi:

- Operazioni di sospensione dei finanziamenti, ossia la sospensione per 12 mesi della quota capitale delle rate di mutuo, e quella per 12 o 6 mesi della quota capitale prevista nei canoni di leasing "immobiliare" e "mobiliare". Possono essere ammesse alla sospensione le rate dei mutui e delle operazioni di leasing finanziario che non abbiano già usufruito della sospensione prevista dall'Avviso comune del 3 agosto 2009. Le rate non devono essere scadute da oltre 90 giorni;
 - Operazioni di allungamento dei finanziamenti: è prevista la possibilità di allungare la durata dei mutui, quella di spostare in avanti fino a 270 giorni le scadenze del credito a breve termine per esigenze di cassa con riferimento all'anticipazione di crediti certi ed esigibili e quella di allungare per un massimo di 120 giorni le scadenze del credito agrario di conduzione. Possono essere ammessi alla richiesta di allungamento i mutui che non abbiano beneficiato di analoga facilitazione secondo quanto previsto dall'Accordo del febbraio 2011. Possono essere ammessi all'allungamento anche i mutui sospesi al termine del periodo di sospensione
 - Operazioni per promuovere la ripresa e lo sviluppo delle attività, connesse ad aumenti dei mezzi propri realizzati dall'impresa. Per le imprese che avviano processi di rafforzamento patrimoniale le banche si impegnano a concedere un finanziamento proporzionale all'aumento dei mezzi propri realizzati dall'impresa.
-

Le parti hanno manifestato l'impegno a definire nuovi accordi per favorire il finanziamento per la realizzazione di nuovi ordini, incoraggiare progetti di investimento e il consolidamento delle passività, nonché agevolare un rapido smobilizzo dei crediti delle imprese nei confronti della Pubblica Amministrazione, attraverso la certificazione dei crediti oppure attraverso altre forme di anticipazione di questi crediti. Con **decreto del MEF del 26 marzo 2012** (pubblicato sulla G.U. del 24 aprile) sono state definite le modalità per

l'incremento della dotazione del **Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese** mediante versamento di contributi da parte delle banche, delle regioni e di altri enti ed organismi pubblici, ovvero con l'intervento della SACE S.p.A.. Mette conto registrare, da ultimo, che il **20 giugno 2012** la Camera ha approvato la **risoluzione 6-00110** che impegna il Governo ad aiutare il sistema creditizio tramite il rafforzamento dei sistemi di garanzia, cambiando l'approccio troppo prudente verso le piccole e medie imprese. In particolare si chiede che la seconda *tranche* di prestiti che la Banca Centrale Europea ha messo a disposizione delle banche vada a sostegno delle imprese e delle famiglie e che siano adottate iniziative che agevolino con tassi d'interesse favorevoli l'accesso al credito. La risoluzione impegna, inoltre, il Governo ad intervenire rapidamente, nell'ambito delle proprie competenze, per ridurre significativamente i tempi dei pagamenti dello Stato, degli enti locali e delle aziende pubbliche, attivandosi anche a livello europeo per allentare i vincoli del Patto di stabilità.

Da ultimo il Decreto del Ministero dello Sviluppo Economico del 26 giugno 2012 (pubblicato in G.U. n. 193 del 20 agosto 2012) recante modifiche ed integrazioni ai criteri e alle modalità per la concessione della garanzia del Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese (PMI), individua, per gli interventi del Fondo, in relazione a tipologie di operazioni finanziarie, categorie di imprese beneficiarie, settori economici di appartenenza e aree geografiche: la misura della copertura degli interventi di garanzia e controgaranzia; la misura della copertura massima delle perdite; l'importo massimo garantito per singola impresa; la misura delle commissioni per l'accesso alla garanzia. Il decreto definisce altresì la misura minima dell'accantonamento da operare, a titolo di coefficiente di rischio, per ogni operazione finanziaria ammessa alla garanzia del Fondo.

11. ALCUNI SPUNTI DI RIFLESSIONE

In ambedue i casi sopra illustrati, l'intervento ha assunto la forma di una convenzione tra CDP e ABI. Si tratta, in concreto, di un'attività d'intermediazione che la CDP svolge indirettamente tramite le banche.

Va segnalato, in proposito, che ai sensi del combinato disposto dell'art. 22 del d.l. 185/2008, convertito con modificazioni nella legge n. 2 del 28 gennaio 2009 e dell'art. 3, comma 4-*bis*, del d.l. 5/2009, convertito con modificazioni nella legge n. 33 del 9 aprile 2009, le competenze della CDP sono state ampliate includendo tra le stesse la possibilità per CDP di utilizzare la provvista riveniente dal risparmio postale per concedere ai soggetti bancari finanziamenti finalizzati a fornire a questi ultimi la provvista destinata all'ef-

fettuazione di operazioni in favore delle piccole e medie imprese per finalità di sostegno dell'economia.

Nello specifico, le banche sono chiamate a valutare il merito di credito dell'affidatario e a definire le condizioni del prestito; la CDP si limita a mettere a disposizione dell'intermediario i fondi ad un tasso conveniente rispetto alle condizioni di mercato: *euribor* più uno *spread* diversificato a seconda della solidità della banca che si aggira intorno ai 70 punti base (circa la metà rispetto a quello ottenuto tramite la raccolta sul mercato). A fronte di questa provvista la banca cede alla CDP la garanzia collegata al finanziamento. Vale la pena osservare che anche in questo caso la capacità dello Stato di fornire garanzia gioca un ruolo importante: la CDP è in grado di praticare queste condizioni di favore lucrando comunque un margine grazie al costo della raccolta postale che è poco oneroso grazie proprio alla garanzia offerta dallo Stato.

Nella partita entra anche SACE che nelle pieghe del suo statuto ha trovato il modo di fornire garanzia (fino al 50%) sui prestiti finanziati dalla CDP e sui crediti che le imprese vantano nei confronti della P.A. Anche in questo caso siamo di fronte ad una convenzione tra SACE e ABI. Questa doppia garanzia dovrebbe migliorare il merito di credito delle imprese garantendo loro condizioni di tasso vantaggiose.

I rischi sono ancora una volta quelli connessi ad una relazione principale-agente non virtuosa con CDP che fornisce risorse e con SACE che fornisce garanzie senza avere voce in capitolo circa la selezione delle imprese affidate.

Il rischio si sostanzia allora nella cattiva qualità degli affidatari: i fondi pubblici consentiranno infatti l'accesso al credito anche a prenditori in precedenza razionati. A tutt'oggi è difficile individuare con esattezza se questo razionamento cui sono state sottoposte le imprese abbia fatto seguito ad un fallimento del mercato – con le banche che hanno trasferito al settore privato lo *shock* di liquidità negando nuovo credito – o alla scarsa liquidità dei prenditori. Per discriminare tra i due casi, sarebbe stato importante prevedere clausole (come la ricapitalizzazione delle imprese o la possibilità di acquisizioni e fusioni tra entità di piccole dimensioni) in grado di far emergere l'effettivo merito creditizio delle imprese, così da prevenire l'accesso al credito da parte di soggetti non affidabili.

In poche parole, la combinazione pubblico-privato che si è venuta ad instaurare appare non del tutto trasparente. Lascia perplessi anche lo strumento utilizzato: come già accaduto nel caso dell'accordo MEF – ABI per la rinegoziazione dei mutui, l'intervento è governato tramite convenzioni CDP – ABI e SACE – ABI: tra soggetti a proprietà pubblica e un'associazione di realtà imprenditoriali facendo quindi venir meno ogni stimolo alla concorrenza tra gli aderenti.

Convenzione Cassa depositi e prestiti (CDP) e ABI: è un programma di finanziamenti di 8 mld. in due *tranche* (la prima di 3 mld. da utilizzare entro febbraio 2010 e la seconda di importo di 5 mld. da marzo 2010) che le banche aderenti al programma si impegnano a canalizzare alle PMI: i finanziamenti erogati con fondi CDP possono coprire sia investimenti da realizzare e/o in corso di realizzazione, anche sotto forma di *leasing*, sia l'incremento del capitale circolante, senza limitazioni particolari. In parallelo, è stata "liberalizzata" la **garanzia SACE**, svincolandola dal credito alle esportazioni, anche se è stato fissato il termine del 30.6.2010 per richiedere la garanzia pubblica SACE (fino al 50%) a valere sui suddetti finanziamenti alle PMI con fondi della CDP.

Fonte: MPS - Osservatorio sulla normativa - giugno 2011

12. IL FONDO ITALIANO DI INVESTIMENTO SGR – (“FII”)

Primo **fondo chiuso di *private equity***, promosso dal MEF, dedicato alla ricapitalizzazione e all'aggregazione delle imprese medio-piccole sane (con fatturato da 10 a 100 milioni).

Questo strumento di politica economica ha l'obiettivo di creare, nel medio termine, una fascia più ampia di “medi campioni nazionali”, attraverso:

- la **patrimonializzazione delle imprese di minori dimensioni** con conseguente facilitazione dell'accesso al credito e sostegno di progetti di sviluppo a medio-lungo termine;
- l'**incentivazione del processo di aggregazione tra PMI** appartenenti allo stesso settore, operanti nello stesso distretto, appartenenti a settori adiacenti (integrazione orizzontale) oppure operanti a monte o a valle di un processo produttivo o di servizi (integrazione verticale).

Nel complesso, le risorse del Fondo avranno un significativo impatto moltiplicativo sul sistema, in quanto base per ulteriori effetti di leva finanziaria, sia come conseguenza dell'apporto di nuova finanza da parte del sistema bancario, che del conferimento di capitale da parte dell'imprenditore, che infine come risultante di coinvestimenti di altri fondi di *private equity*. Un “fondo di fondi”, insomma (che investe cioè in fondi già esistenti che condividono esplicitamente nei loro regolamenti gli obiettivi del Fondo) le cui principali caratteristiche sono:

- **Struttura:** lo *Steering Committee* con il compito di costituire la SGR e predisporre la documentazione necessaria ad ottenere le autorizzazioni dalla Banca d'Italia e dalla Consob. Dopo la prima fase di sottoscrizione, *first closing*, per 1,2 miliardi

Contributi finanziari al Fondo

I contributi finanziari al fondo si realizzano lungo 3 fasi successive e costituiscono la base per ulteriori effetti di leva finanziaria

Fase	Obiettivo quantitativo	Sottoscrittori
First closing	1 miliardo di euro	Soci fondatori della SGR, appena dopo l'approvazione del Regolamento del Fondo da parte di Banca d'Italia e Consob
Raccolta da terzi	1 miliardo di euro	Altri investitori privati
Ricapitalizzazione	1 miliardo di euro	Soci fondatori della SGR, in funzione delle esigenze

Fonte: MEF - Dipartimento del Tesoro

da parte dei soci fondatori della Sgr per la gestione del fondo chiuso (CDP, le tre "Banche Sponsor" Unicredit, Intesa e Mps alle quali si sono aggiunti, in seguito, l'istituto Centrale delle Banche Popolari e un gruppo di banche popolari per complessivi 200 milioni) possono aggiungersi altre banche con quote pari o superiori a 100 milioni (sono invece esclusi gli altri soci fondatori: Stato, Confindustria e ABI); segue la fase relativa alla raccolta con collocamento di quote del Fondo presso terzi (investitori istituzionali privati nazionali ed esteri, inclusi fondi sovrani). La dotazione finanziaria a regime dovrebbe raggiungere i 3 miliardi.

- **Durata:** il fondo avrà durata di 14 anni, ben superiore alla media del settore: 7 anni per la fase degli investimenti e 7 anni per quella dei disinvestimenti. Come previsto dall'accordo, il disinvestimento può avvenire attraverso il riacquisto delle quote della società *target* da parte dello stesso imprenditore o ricorrendo alla vendita sul mercato, ovvero ancora attraverso la quotazione in borsa della società.
- **Target:** circa 15mila imprese (di cui 10mila manifatturiere) con fatturato compreso fra 10 e 100 milioni, in fase di sviluppo e con ambizioni di crescita sul mercato domestico e internazionale. Fra le tipologie di interventi, sono previsti: ingressi diretti di minoranza nel capitale di imprese; coinvestimento con altri fondi di *private equity* nella minoranza del capitale; investimento nel patrimonio di fondi di *private equity*, i quali a loro volta

Modalità di intervento del Fondo

Possibili opzioni strategiche	Descrizione
<p>I</p> <p>Investimento diretto</p>	Ingressi diretti di minoranza nel capitale, a condizione che l'investimento avvenga in imprese con fatturato superiore a una certa soglia (indicativamente, 20-30 milioni di euro)
<p>II</p> <p>Coinvestimento</p>	Ingressi diretti di minoranza in coinvestimento con altri fondi specializzati che condividano esplicitamente nei loro regolamenti gli obiettivi del Fondo
<p>III</p> <p>Strumenti flessibili</p>	Operatività diretta tramite strumenti quali finanziamenti subordinati convertibili o convertendi e prestiti partecipativi
<p>IV</p> <p>Fondo di fondi</p>	Investimento in fondi già esistenti che condividano esplicitamente nei loro regolamenti gli obiettivi del Fondo (fino al 50% del capitale)

Il Fondo opererà in quattro modi complementari, con un'ottica di medio periodo

Fonte: MEF - Dipartimento del Tesoro

investono nel capitale di rischio delle PMI ad alto potenziale di crescita (tecnica del fondo di fondi); sottoscrizione di strumenti di debito strutturati: prestiti partecipativi; prestiti subordinati (*mezzanine finance*) e obbligazioni convertibili.

L'intervento del Fondo dovrà essere complementare e non sostitutivo di nuova finanza da parte del sistema bancario e potrà prevedere anche la partecipazione da parte degli imprenditori e di altri co-investitori alla fase di ricapitalizzazione.

Governance e struttura

Governance	<ul style="list-style-type: none"> • Consiglio di Amministrazione, nominato dai soci della SGR • Comitato esecutivo a cui il CdA delega alcune funzioni • Investitori successivi paragonabili a sottoscrittori di un fondo di <i>private equity</i>
Struttura	<ul style="list-style-type: none"> • Organico commisurato alle esigenze di buon funzionamento del Fondo (~ fino a 50 professionisti) • Comitato Investimenti tecnico per supportare CdA su investimenti e disinvestimenti • Selezionati top-manager nei ruoli di vertice • Collegio sindacale/Revisione contabile • Comitato Conflitto di Interessi riservato a soggetti indipendenti

Fonte: MEF - Dipartimento del Tesoro

Il Fondo Italiano di Investimento, essendo caratterizzato da una durata più lunga degli altri fondi e da obiettivi di rendimento non speculativi, si propone come un **investitore istituzionale** paziente, non invasivo, con funzione di acceleratore per aiutare le aziende partecipate a diventare più grandi, più sane, più solide e più internazionali. Il Fondo si propone come *partner* in grado di supportare le aziende nell'affrontare processi di sviluppo, aggregazione, ricambio generazionale e riorganizzazione societaria, fornendo in generale una spinta verso l'aggregazione tra imprese e l'internazionalizzazione. Per raggiungere gli obiettivi sopra illustrati, durante il periodo di permanenza all'interno del capitale sociale, il Fondo mette a disposizione tutti gli strumenti finanziari e le leve strategiche, manageriali e di *network* di cui dispone. Il Fondo può sottoscrivere patti parasociali e accordi di investimento con gli altri investitori al fine di tutelare il proprio investimento.

Ogni possibile investimento viene valutato in base al merito del Piano Industriale, del progetto di sviluppo e della capacità del *management* di portarlo a termine. Nell'ultima fase, raggiunti gli obiettivi condivisi, il Fondo avvierà il processo di dismissione della partecipazione attraverso i classici canali del *trade sale* e della quotazione in Borsa, nonché tramite cessione a Fondi terzi o consentendo il riacquisto da parte degli imprenditori stessi. Tale processo sarà attivato dopo un periodo sufficientemente lungo per facilitare la creazione di valore e mantenendo per il Fondo, obiettivi di rendimento più contenuti rispetto alla media di mercato.

Di conseguenza, i promotori dell'iniziativa si attendono:

- adeguati ritorni per i sottoscrittori del Fondo, pur se gli obiettivi di rendimento saranno più contenuti rispetto ai tradizionali fondi di *private equity* (che hanno in media IRR lordi nell'ordine del 15-20%) e contestualmente con *management fees* tendenzialmente inferiori, anche in considerazione degli obiettivi di tipo generale e strategico del Fondo e per la necessità di coprire spazi di mercato attualmente poco presidiati dagli altri operatori;
- un miglioramento del merito creditizio complessivo delle singole aziende e del sistema nel suo complesso;
- uno stimolo all'industria del *private equity* italiano nel segmento delle piccole e medie imprese;
- un aumento delle medie imprese italiane che sceglieranno la quotazione sui mercati regolamentati, in particolare quelli settoriali.

13. GLI STRUMENTI DI INTERVENTO DEL FONDO

Di seguito vengono esemplificati i possibili strumenti di intervento del Fondo, distinti tra interventi diretti ed interventi indiretti.

a) Interventi diretti

I. *Equity*

Lo strumento di intervento più comune utilizzato nell'esperienza europea dai fondi di *private equity* a *sponsorship* governativa per il sostegno della crescita delle PMI è rappresentato da una partecipazione al capitale sociale, generalmente in forma di quota di minoranza e per un periodo di tempo limitato (5-7 anni). L'investimento in *equity* – si è detto – si configura come “capitale paziente”, ossia capitale che può essere posto in aspettativa di remunerazione per tutta la durata dell'investimento.

Nel caso di specie, l'investimento in *equity*, oltre al classico acquisto di azioni ordinarie, potrebbe essere realizzato anche tramite l'acquisto di azioni privilegiate che, come noto, conferiscono ai titolari “privilegi” in termini di ripartizione degli utili e/o nel rimborso del capitale in caso di scioglimento della società, ma possono presentare limitazioni nel diritto di voto, in genere limitato alle assemblee straordinarie e precluso in quelle ordinarie. Ciò consentirebbe agli azionisti delle PMI di continuare a mantenere il controllo dell'attività evitando effetti di diluizione del controllo nell'ambito dell'ordinaria amministrazione, pur a fronte di una patrimonializzazione dell'azienda.

La remunerazione dell'*equity* viene generalmente misurata come IRR atteso, che dovrà essere in linea con i rendimenti di mercato e quindi adeguato rispetto a: rischio dell'operazione, costo opportunità del capitale e eventuali *threshold* minimi.

II. *Mezzanine finance*

Il *mezzanine finance* è uno strumento sempre più utilizzato dai fondi di *private equity*, anche a *sponsorship* pubblica (tra gli altri, *Jeremie*), soprattutto nell'ambito di operazioni di *leverage buyout*, caratterizzate da un elevato livello di indebitamento dell'azienda.

Il *mezzanine finance* è uno strumento ibrido “quasi-*equity*” composto da due componenti distinte:

- una parte di debito subordinato (“junior debt”), caratterizzato da un tasso di interesse fisso o indicizzato all'Euribor, emesso tramite *private placement*. Sebbene lo *spread* da applicarsi al debito *junior* sia quasi sempre più elevato rispetto a quello del debito *senior*, nel caso del *mezzanine finance* il tasso di interesse è, in genere, meno che proporzionale rispetto al rischio sostenuto,

per consentire una maggiore leva finanziaria a parità di condizioni. In caso di insolvenza, i creditori *junior* vengono soddisfatti in modo residuale rispetto ai creditori ordinari ("senior"). Il piano di rimborso del debito subordinato è generalmente strutturato in modo tale che, a fronte del normale pagamento di quote di interesse e quote di capitale ai creditori *senior*, vi è solo il pagamento delle quote di interesse ai creditori *junior*, il cui capitale viene rimborsato solo quando il debito *senior* è stato integralmente ripagato (in media da 5 a 8 anni).

- un "equity kicker", ossia una componente rappresentata da *warrant* (o opzioni *call*) sui titoli rappresentativi del capitale di rischio dell'impresa finanziata, che serve ad aumentarne il rendimento atteso. In questo caso, il fondo acquista il diritto di diventare azionista della società finanziata solo nel caso in cui, a una certa scadenza, il valore dell'*equity* della società finanziata sia aumentato al di sopra di un valore predefinito. Principale obiettivo dello strumento consiste nel fornire fondi alle società finanziate, senza peraltro appesantire la posizione debitoria delle stesse, essendo remunerato in via subordinata rispetto al debito *senior*, e senza diluire gli azionisti, se non dopo l'esercizio dell'*equity kicker*. In realtà, in genere, l'investitore non ha l'interesse a diventare realmente azionista dell'impresa finanziata, ma nel caso in cui l'operazione abbia generato valore, tenderà a realizzare la plusvalenza rivendendo il diritto d'esercizio o le azioni di nuova emissione all'azienda emittente. In particolare, per le PMI che non hanno accesso al mercato dei capitali è una soluzione che permette di sostenere lo sviluppo, con fondi assimilabili a capitale proprio, migliorando quindi la solidità patrimoniale e gli indicatori di bilancio.

III. Obbligazioni convertibili/*warrants*

Uno strumento di intervento alternativo potrebbe anche essere rappresentato dalle obbligazioni convertibili o da *warrant*, già usati anche da altri fondi come *Fonds Stratégique d'Investissement* ("FSI") in Francia o *Regional Venture Capital Funds* ("RVCF") nel Regno Unito. Il prestito obbligazionario convertibile è assimilabile a obbligazioni con *warrant*. Tuttavia, nel primo caso la componente obbligazionaria e l'opzione di conversione sono titoli inscindibili, mentre il *warrant* può essere alienato separatamente dall'obbligazione.

In genere, le obbligazioni convertibili offrono una cedola inferiore (e quindi un minore costo per l'azienda finanziata) rispetto ad un'obbligazione non convertibile avente pari rischio e durata. Per il finanziatore, il prestito obbligazionario convertibile è visto come una sorta di opzione di attesa: dietro il pagamento di un premio come minore rendimento cedolare, il sottoscrittore si assicura la facoltà di entrare nell'*equity* a condizioni predeterminate.

In presenza di imprese con elevato indebitamento (ordinario), si potrebbe ricorrere all'emissione di un prestito obbligazionario convertibile subordinato, che avrebbe l'effetto di non appesantire ulteriormente la posizione debitoria dell'azienda, portando peraltro alla stessa nuova liquidità. In questo caso, il fondo supporterà un rischio quasi assimilabile a quello degli azionisti.

Nell'utilizzo di strumenti convertibili, parimenti a quanto avviene per l'*equity kicker* del *mezzanine finance*, occorre tenere presente che condizione necessaria per la decisione di conversione dell'obbligazione o di esercizio del *warrant* è la valorizzazione dell'*equity* dell'azienda. Nel caso in cui tali strumenti siano utilizzati per il finanziamento o la ricapitalizzazione delle PMI non quotate, non esistendo un mercato borsistico in cui sia possibile verificare il valore dell'azienda in ogni istante, è fondamentale che la società di gestione del fondo e l'azienda finanziata si accordino da subito sulle modalità di valutazione dell'*equity*.

IV. Prestiti partecipativi

I prestiti partecipativi sono finanziamenti a medio termine (dai 5 ai 10 anni) nei quali una parte del corrispettivo spettante agli enti eroganti, spesso anche consistente, è commisurata ai risultati economici dell'impresa finanziata. Pertanto, i finanziatori partecipano in misura maggiore rispetto ai creditori tradizionali al rischio d'impresa e, quindi, anche agli incrementi di valore della stessa.

Nella maggioranza dei casi, l'ammontare complessivo da corrispondere come remunerazione a titolo di interesse è dato dalla somma di due componenti. La prima ha natura fissa (importo minimo garantito) ed è calcolata con riferimento all'Euribor più uno *spread* funzione del *rating* dell'azienda. La seconda, invece, è del tutto variabile ed è legata ai risultati economici conseguiti dall'impresa. Non esiste una modalità univoca di determinazione di questa seconda componente, essendo la stessa negoziata con accordi tra le parti.

Il prestito partecipativo risulta particolarmente idoneo per un'impresa che intende finanziare programmi di crescita e sviluppo in grado di migliorarne sensibilmente i risultati economici e accrescerne il valore.

b) Interventi indiretti

I. Coinvestimento

L'attività di coinvestimento si realizza attraverso la stipulazione di accordi di investimento tra il fondo proponente e altri fondi di *private equity* già operanti sul medesimo universo di imprese *target* del fondo proponente. L'obiettivo principale del fondo proponente consiste nel ridurre i propri costi fissi (ad es. personale, analisi, istruttoria e altri costi di struttura), trasformandoli in commissioni da pagare ai fondi di *private equity* già operanti sul mercato, in caso di successo delle fasi di analisi e istruttoria.

Tale modalità di intervento richiede un'esplicita condivisione degli obiettivi tra il fondo proponente e gli altri fondi coinvolti.

II. Fondo di fondi (chiusi)

I fondi di fondi sono una categoria di fondi chiusi che, invece di (o oltre a) investire il denaro raccolto dalle sottoscrizioni in attività finanziarie primarie, investono in altri fondi chiusi, ossia in attività finanziarie secondarie.

Lo strumento del fondo di fondi si può concretizzare nella fornitura di *equity*, garanzie o prestiti a fondi di *private equity*, ad altri intermediari finanziari accreditati, che hanno il compito di rendere disponibili tali risorse alle PMI individuate e ne monitorano operatività e gestione, secondo modalità di intervento condivise con il fondo proponente.

Parimenti al caso del coinvestimento, è necessario che esista un'esplicita condivisione degli obiettivi impliciti nel regolamento del fondo di fondi e quelli dei fondi/intermediari finanziati accreditati ed è altresì necessario stabilire il criterio in base al quale avviene l'accreditamento (ad es. asta).

14. IL QUADRO COMPARATISTICO NELL'AMBITO DELL'UNIONE EUROPEA

Di seguito sono esemplificate alcune delle principali esperienze di fondi di *private equity* a *sponsorship* pubblico-privata in Europa.

14.1. JEREMIE – (“EIF”)

È il fondo di gestito dall'*EIF* (*European Investment Fund*) che ha per oggetto il sostegno alla crescita economica e alla competitività delle PMI appartenenti agli stati membri della UE.

In particolare, *Jeremie* è un *holding fund* che opera con il meccanismo del c.d. “umbrella fund”, fornendo *equity*, garanzie o prestiti agli intermediari finanziari accreditati (o ad altri *holding funds*), che hanno il compito di rendere disponibili tali risorse alle PMI, con particolare riguardo ai trasferimenti tecnologici, alle iniziative in *start-up*, ai fondi innovativi e tecnologici e al microcredito. L'attività di monitoraggio dell'investimento nelle aziende è effettuata dagli intermediari stessi. In alcuni casi, *Jeremie* supporta le PMI anche con intervento diretto.

Gli intermediari finanziari vengono selezionati sulla base della valutazione di:

- *Business plan*.
- Professionalità ed efficienza del *management*.
- Capacità di convogliare il *funding* ottenuto da *Jeremie* verso le PMI definite dall'Unione Europea.

Le Autorità di Gestione nazionali/regionali degli stati membri prendono decisioni in merito a strategia di investimento, strumenti finanziari, fondi disponibili e selezione degli intermediari finanziari.

Gli strumenti finanziari utilizzati dal fondo per il sostegno delle imprese sono adattati alla fase del ciclo di investimento e alle condizioni di mercato e sono i seguenti:

- *Equity*: viene utilizzato in particolare nel caso di investimento in società innovative ad alto potenziale di crescita che si trovano nella fase di *early stage*, attraverso fondi di *venture capital*.
- Strumenti di garanzia, quali ad esempio: fondo di garanzia nazionale/regionale, garanzia portafogli di microcrediti, garanzia sull'*equity*, *securization*, etc.

Strumenti “quasi-equity”:

- Prestiti partecipativi: vengono utilizzati per il finanziamento di progetti di ricerca e sviluppo in fase embrionale (“pre-seed”). Il debito erogato genera interessi cumulativi che possono: **(i)** essere convertiti in *equity* al raggiungimento da parte dell'azienda di un livello minimo pre-definito di capitalizzazione; **(ii)** essere ripagati come *junior debt*, in caso l'azienda non raggiunga il livello minimo di capitalizzazione dopo un certo periodo pre-definito espresso in anni.
- *Mezzanine finance*.

Altri strumenti:

- Veicoli di trasferimento tecnologico: consistono nel processo di conversione dei risultati di laboratorio in prodotti commercializzabili. Il valore della proprietà intellettuale prodotta da istituti di ricerca o singoli inventori è realizzato tramite concessione in licenza, vendita o scorporo in una nuova società.
- *Business Angels Matching Fund* (“BAMF”): possibilità per Jeremie di creare o sviluppare reti di business angels regionali o locali (“BAN”) con l'obiettivo di integrarle nel *network* europeo di *business angels* (“EBAN”). BAMF può essere gestito da un *network* di *business angels*, da una società di gestione o da *business angels* individuali.

14.2. FONDS STRATÉGIQUE D'INVESTISSEMENT (“FSI”) – FRANCIA

È il fondo di *private equity* pubblico-privato che ha per oggetto il supporto allo sviluppo delle PMI francesi (si tratta tipicamente di aziende con buoni presupposti di crescita e redditività, anche ove queste fossero temporaneamente colpite dagli effetti della crisi finanziaria) e il supporto alle aziende francesi di medio-grandi dimensioni che abbiano il potenziale di diventare *leader* di mercato.

Il fondo è stato annunciato dal Governo francese nell'ottobre 2008 come strumento di risposta alla crisi finanziaria, per aiutare le imprese francesi a trovare investitori che ne finanziassero lo sviluppo.

Il capitale del fondo è pari a € 20 mld (€ 6 mld in *cash* ed i rimanenti € 14 mld sotto forma di conferimenti di quote di minoranza in aziende pubbliche), di cui € 10 mld allocati dallo stato francese e € 10 mld da *Caisse des Dépôts et Consignations*. I primi investimenti sono stati realizzati nel febbraio 2009 e da inizio anno hanno complessivamente riguardato:

- Grandi aziende: 4 investimenti per ~350 mln €
- Aziende di medie dimensioni: 8 investimenti per ~350 mln €
- PMI: 7 investimenti per ~50 mln €.

La durata media dell'investimento è di circa 7 anni, ma il fondo non ha una durata massima prevista da Regolamento.

FSI effettua sia investimenti diretti (prevalenti), sia investimenti in fondi di fondi. Inoltre, in alcuni casi, co-investe con *CDC Enterprises* (società di gestione di *Caisse des Dépôts et Consignations*), "utilizzando" l'*investment team* di quest'ultima. Il *team* di FSI è composto da ~25 professionisti. FSI opera anche sviluppando *partnership* con controparti pubbliche o private, anche estere, e inizialmente ha siglato accordi di *partnership* con *Mubadala* e *France Biotech*.

Il fondo, che generalmente assume un ruolo attivo nella *corporate governance* delle aziende finanziate (tramite patti parasociali e, in genere, con almeno un membro all'interno del consiglio di amministrazione), investe in quote di minoranza in:

- Progetti esistenti e profittevoli per un periodo di tempo limitato con rendimenti lordi attesi in termini di IRR inferiori a quelli di mercato (in media ~8-10%).
- *Equity* o strumenti "quasi-equity" (principalmente *warrants* e obbligazioni convertibili) di società ritenute strategiche per l'interesse nazionale (ad es. il settore automobilistico), con un orizzonte di medio-lungo termine.

14.3. REGIONAL VENTURE CAPITAL FUNDS ("RVCF") – REGNO UNITO

Sono 9 fondi regionali di *venture capital*, gestiti da differenti società di gestione (le società di gestione sono scelte con un processo di asta pubblica), aventi per oggetto il supporto allo sviluppo delle PMI inglesi con alto potenziale di crescita, definite dall'Unione Europea in specifici settori, diversi per ciascun fondo regionale, e tali che non abbiano ricevuto precedentemente fondi da altri investitori istituzionali.

Gli obiettivi del progetto *RVCF* sono di diversa natura. In particolare:

- Iniettare nel sistema capitale di rischio disponibile per le PMI in fase di svi-

luppo, in modo da consentire alle stesse di realizzare compiutamente le proprie potenzialità di crescita.

- Assicurare che ciascuna regione dell’Inghilterra abbia accesso a un compiuto fondo di *venture capital*, costituito su base regionale, che realizzi investimenti di piccolo ammontare nelle PMI locali.
- Dimostrare ai potenziali investitori che i fondi regionali possono ottenere rendimenti investendo nell’*equity gap* delle PMI, promuovendo così anche il *venture capital* privato.
- Accrescere l’offerta di società di gestione in grado di finanziare l’*equity gap* strutturale delle PMI inglesi.

L’investimento iniziale in una singola azienda varia da £ 250.000 a £ 330.000 e ulteriori investimenti sono possibili dopo almeno 6 mesi, per un’esposizione complessiva in un’unica società compresa tra £ 500.000 e £ 3 mln a seconda del fondo. La durata media dell’investimento è di 5 anni e la vita dei fondi è pari a 10 anni. Il Governo britannico e l’*EIF* forniscono il 50% del capitale, mentre la rimanente parte viene dal settore privato. I principali investitori sono *Department for Business, Enterprise and Regulatory Reform*, *European Investment Fund*, *Barclays Bank*, *Royal Bank of Scotland* e le Autorità locali dei fondi pensione.

Gli strumenti finanziari utilizzati dai fondi per l’intervento nelle imprese sono sia a titolo di *equity* sia a titolo di debito.

15. L’AVVISO COMUNE

Nell’agosto 2009, l’ABI e i rappresentanti delle categorie produttive hanno sottoscritto alla presenza del Ministro dell’economia un “Avviso Comune” con cui sono state previste misure dotate di particolare incisività: sospensione per 12 mesi del pagamento della quota capitale delle rate del mutuo, allungamento a 270 giorni delle scadenze del credito a breve termine per sostenere le esigenze di cassa e quelle di finanziamento per le operazioni di rafforzamento patrimoniale delle piccole e medie imprese.

L’Avviso Comune si rivolgeva alle imprese con una situazione economica e finanziaria tale da avvalorare la continuità aziendale ma che, a causa della crisi, presentassero difficoltà economiche temporanee. In particolare, si trattava di imprese con situazione patrimoniale “*in bonis*” al 30 settembre 2008 e che al momento della presentazione della domanda non avessero posizioni classificate come “ristrutturate” o “in sofferenza”. L’Avviso ha consentito l’introduzione di misure volte:

- alla temporanea sospensione del pagamento della quota capitale delle rate di finanziamenti bancari a medio e lungo termine (mutui);
- alla sospensione del pagamento della quota capitale implicita nei canoni di operazioni di locazione finanziaria “mobiliare” (targato, strumentale, nautico) ovvero “immobiliare”;

L'Avviso comune ha previsto inoltre (punto 7) l'impegno delle parti a favorire il processo di rafforzamento patrimoniale da parte delle piccole e medie imprese; a tal fine, le banche aderenti si impegnano a prevedere uno specifico finanziamento per le imprese che realizzano tali processi di rafforzamento patrimoniale, mediante la definizione di appositi finanziamenti. L'ambito applicativo è stato successivamente esteso alla fattispecie dell'allungamento a 120 giorni delle scadenze del “credito agrario di conduzione” ed ai finanziamenti con contributo pubblico in conto interessi o in conto capitale. Con circolare del 1° luglio 2010 l'iniziativa è stata **prorogata** in modo tale da consentire alle imprese di presentare domanda di ammissione ai benefici previsti dall'Avviso sino al **31 gennaio 2011**.

Successivamente, **il 16 febbraio 2011**, il Ministero dell'economia e delle finanze, l'ABI e le altre Associazioni di rappresentanza delle imprese hanno sottoscritto un **Accordo che individua nuove misure** in favore delle imprese. In particolare, il nuovo Accordo mira a favorire il riequilibrio della struttura finanziaria delle imprese attraverso:

- la proroga di ulteriori 6 mesi dei termini previsti dall'Avviso comune, che vengono così fissati al 31 luglio 2011, sempre in favore delle imprese richiedenti aventi posizioni classificate dalla banca “*in bonis*” alla data del 30 settembre 2008;
- l'allungamento della durata del piano di ammortamento dei mutui che hanno beneficiato della sospensione del pagamento della quota “capitale” delle rate ai sensi dell'Avviso Comune (non è stata concessa la possibilità di richiedere ai sensi dell'Accordo l'allungamento di un'operazione di leasing, che aveva beneficiato della sospensione ai sensi dell'Avviso Comune).

In relazione alla misura dell'Accordo (articolo 2.A.2) che consente alle PMI di ottenere, a determinate condizioni, l'estensione della durata del piano di ammortamento dei mutui, (già beneficiari della sospensione delle rate ai sensi dell'Avviso comune), il 24 marzo 2011 l'ABI e la Cassa Depositi e Prestiti hanno sottoscritto una Convenzione che disciplina il meccanismo attraverso il quale la CDP mette a disposizione delle banche un *plafond* pari a 1 miliardo di euro, c.d. “Plafond Accordo PMI”, in relazione alle suddette operazioni: di conseguenza, le operazioni di allungamento delle durate possono essere

assistite, tra l'altro, dalla provvista messa a disposizione dalla Cassa Depositi e Prestiti. Nell'Accordo era pattuito che le banche ed i gruppi bancari potessero aderire all'iniziativa stipulando dei contratti di finanziamento con la CDP, per un ammontare complessivo di 8 miliardi di euro.

Tale *plafond* era suddiviso in due *tranche*, da 3 e 5 miliardi e con una durata del piano di rimborso di finanziamento fissata in 5 anni. Relativamente al finanziamento di durata quinquennale nella suddetta convenzione erano previste due fasce di spread, di 75 e 95 punti base sull'Euribor 6M.

La modalità di assegnazione del *plafond* tra i richiedenti era stabilito in proporzione rispetto alla quota di mercato dei finanziamenti alle piccole e medie imprese, con un 15% dell'ammontare totale assegnato al sistema delle cooperative bancarie. L'intervento è stato opportunamente limitato nel tempo (30 giugno 2010, data poi prorogata al 31 gennaio 2011) e alle imprese che non sono in sofferenza. Il riscadenzamento prevede la traslazione del piano di ammortamento. Il provvedimento ha inciso in modo significativo: al 31 agosto 2010 le PMI hanno potuto contare su una sospensione dei pagamenti per la quota capitale pari a 12,5 miliardi di euro; le domande pervenute alla suddetta data sono state 225000 per un controvalore complessivo dei finanziamenti pari a 66 miliardi; il 97% delle domande è stato accolto. Tenendo presente che lo stock del finanziamento bancario di tutte le imprese (compreso quello delle grandi) è pari a circa 850 miliardi si ha una rilevanza della misura dell'Accordo.

Nel nuovo accordo del 2012 il *plafond* destinato ai crediti verso la P.A. rappresenta una novità rispetto ai contenuti dei precedenti accordi, e si pone la finalità di contrastare gli effetti dei **ritardi nei pagamenti** da parte delle Amministrazioni.

Il *plafond* destinato ai finanziamenti (8 miliardi, al netto dei 2 destinati allo sblocco dei crediti verso la P.A.) sarà erogato, in attesa di una comunicazione ufficiale in merito ai contenuti dettagliati ed alle modalità di restituzione, con scadenze di restituzione **dai 3 ai 10 anni**.

Come si è anticipato, il *plafond* "Crediti vs P.A." (PMI-C), di 2 miliardi di euro, è finalizzato a fornire un supporto al sistema delle PMI, per mitigare gli effetti negativi dei ritardi nei pagamenti delle pubbliche amministrazioni, immettendo liquidità attraverso il sistema bancario e riattivando la dinamica delle spese di investimento.

La provvista CDP potrà essere usata dalle banche a copertura di operazioni di cessione "pro soluto" di crediti certificati ai sensi del d.l. 185/2008, derivanti da appalti per lavori, servizi e forniture.

I crediti acquistati dovranno essere pagati dalla P.A. debitrice entro 12 mesi dalla relativa data di certificazione.

Nella fase di avvio (entro settembre 2012) CDP consente che la provvista sia utilizzata anche per la copertura di operazioni effettuate dalle Banche Contraenti a far data dal 1° ottobre 2011 e fino all'avvio dello strumento.

L'accesso allo strumento – con modalità a sportello – è riservato alle “Banche Contraenti il Nuovo plafond PMI” e sarà possibile immediatamente dopo la fase di contrattualizzazione. In particolare, una quota ad accesso preferenziale del PMI-C (15%) è riservata, nella fase di avvio, alle banche del Sistema di Credito Cooperativo.

Il Plafond **PMI-Investimenti (PMI-I)** è destinato al finanziamento, anche nella forma del *leasing* finanziario, di iniziative relative a investimenti da realizzare e/o in corso di realizzazione ovvero ad esigenze di incremento del capitale circolante delle PMI.

Il PMI-I è articolato in due sotto-*plafond*:

Tranche A: 3 miliardi di euro, da assegnare con riferimento alla quota di mercato, al 31 dicembre 2011, di ciascun istituto di credito nei confronti delle PMI. Una quota, pari al 15%, è riservata a favore delle banche del Sistema del Credito Cooperativo. La contrattualizzazione e gli utilizzi saranno possibili fino al 31 dicembre 2013.

Tranche B: 5 miliardi di euro, riservato alle sole Banche che abbiano stipulato il contratto di finanziamento sul “Nuovo Plafond PMI”. L'accesso al sotto-*plafond* – con modalità a sportello – sarà possibile, durante il periodo di disponibilità della Tranche A, per le banche che abbiano tirato il 100% del “Plafond Individuale”; successivamente, sarà necessario aver utilizzato, sia pure parzialmente, uno dei sotto-*plafond* PMI già attivati.

In linea di principio gli accordi tra privati, frutto dell'autoregolamentazione, rappresentano una soluzione positiva. Anche se occorre sottolineare che essi pongono un limite alla concorrenza e possono portare ricadute negative sul fronte di un'efficiente allocazione delle risorse. Gli interventi non sono immuni al problema e rappresentano un sacrificio di non poco conto per il sistema bancario con una “sanatoria” temporanea. Mette conto rilevare, in tal senso, che termini e condizioni dei Finanziamenti PMI sono comunque negoziati e determinati dalle banche nella loro autonomia. I procedimenti istruttori e di delibera interni non sono in alcun modo influenzati da CDP. I finanziatori esaminano le richieste e decidono l'eventuale concessione del credito, assumendone il rischio. Spettano, pertanto, alle banche anche tutti gli adempimenti di natura regolamentare derivanti o connessi alla concessione dei Finanziamenti PMI (antiriciclaggio; identificazione della clientela; obblighi di trasparenza e in materia di legge sull'usura; ecc.).

Condizioni economiche nuovo plafond PMI – investimenti (Condizioni valide da: 20/04/2012)

TIER 1 > 7
Margine su Euribor¹

SENZA PONDERAZIONE ZERO ²					PONDERAZIONE ZERO ²			
Pre-ammortamento	3 anni	5 anni	7 anni	10 anni	3 anni	5 anni	7 anni	10 anni
Breve ²	1,50%	1,85%	2,05%	2,25%	1,40%	1,70%	1,90%	1,95%
Lungo ²		2,05%	2,20%	2,30%	1,90%	1,95%	2,00%	

TIER 1 > 7
Margine su TFE³

SENZA PONDERAZIONE ZERO ²					PONDERAZIONE ZERO ²			
Pre-ammortamento	3 anni	5 anni	7 anni	10 anni	3 anni	5 anni	7 anni	10 anni
Breve ²	1,45%	1,80%	2,00%	2,20%	1,35%	1,65%	1,85%	1,90%
Lungo ²		2,00%	2,15%	2,25%		1,85%	1,90%	1,95%

segue a pag. 243

Ciascuna banca deve fornire adeguata e diffusa pubblicità all’iniziativa, sia nelle proprie filiali che attraverso la diffusione cartacea e/o via web di appositi spazi informativi.

Inoltre, a fronte delle richieste formulate dalle PMI, le banche sono tenute ad informare la clientela dell’esistenza e delle condizioni dei prodotti che si avvalgono della provvista CDP. Le banche garantiscono l’accesso ai propri processi di istruttoria a tutte le PMI su tutto il territorio nazionale, senza alcuna discriminazione.

In linea di principio, le condizioni finali applicate alle PMI devono tenere conto del costo della provvista resa disponibile da CDP, senza con ciò pregiudicare la valutazione delle condizioni relative ai “Finanziamenti PMI”. In ciascun contratto relativo ai “Finanziamenti PMI” deve essere specificato che l’operazione è stata realizzata utilizzando la provvista messa a disposizione dalla CDP, indicandone il relativo costo e la relativa durata. L’informazione circa la provenienza della provvista deve essere ripetuta, finché sussiste, in tutte le comunicazioni periodiche alle PMI concernenti i finanziamenti in essere.

segue da pag. 242

TIER 1≤7
Margine su Euribor¹

SENZA PONDERAZIONE ZERO ²					PONDERAZIONE ZERO ²			
Pre-ammortamento	3 anni	5 anni	7 anni	10 anni	3 anni	5 anni	7 anni	10 anni
Breve ²	2,35%	2,75%	3,00%	3,20%	1,80%	2,15%	2,30%	2,45%
Lungo ²		3,10%	3,20%	3,30%		2,35%	2,45%	2,50%

TIER 1≤7
Margine su TFE³

SENZA PONDERAZIONE ZERO ²					PONDERAZIONE ZERO ²			
Pre-ammortamento	3 anni	5 anni	7 anni	10 anni	3 anni	5 anni	7 anni	10 anni
Breve ²	2,30%	2,70%	2,95%	3,15%	1,75%	2,10%	2,25%	2,40%
Lungo ²	3,05%	3,15%	3,25%			2,30%	2,40%	2,45%

Note:¹indica il margine da applicarsi sull'Euribor di durata corrispondente al periodo di interessi, rilevato dalla pagina EURIBOR01 del circuito Reuters due giorni lavorativi antecedenti alla data di inizio del periodo di interessi. ²cfr. definizioni di cui all'articolo 1.1 della Convenzione CDP-ABI sottoscritta il 1° marzo 2012. ³Indica il margine da applicarsi al tasso percentuale annuo che, utilizzato per il computo della quota interessi, garantisce l'equivalenza tra il valore attuale delle rate per capitale e interessi ed il valore attuale dell'importo erogato rilevato utilizzando la curva Depositi-IRS dalle pagine "EURIBOR=" e "EURSFIXA=" del circuito Reuters due giorni lavorativi antecedenti alla data di erogazione.

Fonte: Cassa Depositi e Prestiti

I contratti relativi ai “Finanziamenti PMI” devono inoltre prevedere espressamente la cessione in garanzia dei crediti in favore di CDP.

Una valutazione approfondita di questi interventi è prematura. Appare evidente, peraltro, che i provvedimenti normativi descritti da ultimo presentano numerose ambiguità sul piano giuridico e difficoltà applicative, confermate dal mancato successo dei “Tremonti bond” e dalle difficoltà delle Prefetture di agire in un settore estraneo alle proprie competenze tradizionali, in assenza di poteri concreti; d'altro canto, non è possibile l'attribuzione di poteri effettivi di intervento di autorità pubbliche, quali i Prefetti, nell'ambito di una relazione negoziale di natura privatistica, come il rapporto di credito, perché non coerente con il funzionamento di un'economia di mercato. I provvedimenti riconducibili al primo gruppo di strumenti, invece, potrebbero favorire in maniera concreta il credito alle PMI, facilitando l'avvio di una corretta relazione creditizia. Strumenti come il Fondo di garanzia, ovvero il Fondo di

private equity, contribuiscono a rendere meno fragile la situazione patrimoniale e finanziaria delle imprese, così creando il presupposto per una valutazione positiva del merito creditizio ai fini della concessione dei prestiti.

16. L'OSSERVATORIO SULL'EROGAZIONE DEL CREDITO

Il d.l. 24 gennaio 2012, n. 1 (cd. "decreto liberalizzazioni") prevede all'art. 27-*bis* l'istituzione di un Osservatorio sull'erogazione del credito da parte delle banche alle imprese, con particolare riferimento a quelle piccole e medie, e sull'attuazione degli accordi o protocolli volti a sostenerne l'accesso al credito.

All'Osservatorio parteciperanno due rappresentanti del ministero dell'Economia, uno dei quali sarà il presidente, uno del ministero dello Sviluppo economico e uno della Banca d'Italia.

Il d.l. 29/2012 rivede la disposizione del testo sull'istituzione e sull'attività dell'Osservatorio [l'art. 1, comma 1, lett. *b*), aggiunge all'art. 27-*bis* del d.l. n. 1 del 2012 quattro commi: 1-*bis*, 1-*ter*, 1-*quater* e 1-*quinqüies*], prevedendo, tra l'altro, che alle riunioni dello stesso partecipino: un rappresentante delle Associazioni dei consumatori indicato dal Consiglio nazionale consumatori e utenti, un rappresentante dell'Associazione bancaria italiana, un rappresentante degli organismi di società finanziarie regionali e tre rappresentanti indicati dalle Associazioni delle imprese maggiormente rappresentative a livello nazionale.

Si segnala che non sembrano agevolmente individuabili le associazioni delle imprese maggiormente rappresentative a livello nazionale e gli organismi di società finanziarie regionali.

Nella formulazione iniziale del testo, l'Osservatorio era indirizzato all'erogazione del credito solo verso le imprese, con particolare riferimento a quelle piccole e medie, e all'attuazione degli accordi o protocolli volti a sostenere l'accesso al credito delle medesime imprese. Con riferimento alla sua composizione era prevista la partecipazione solo dei rappresentanti dei Ministeri e della Banca d'Italia, mentre potevano essere invitate, senza diritto di voto, l'ABI e le associazioni delle imprese e di categoria. Nel corso delle audizioni al Senato le associazioni dei consumatori hanno evidenziato l'opportunità di prevedere espressamente la presenza di rappresentanti dei consumatori.

Riguardo al profilo delle competenze, viene, altresì, previsto che l'Osservatorio – da costituirsi presso il Ministero dell'economia e delle finanze – svolga le seguenti funzioni:

- monitorare l'andamento dei finanziamenti erogati dal settore bancario e finanziario con riguardo alle imprese micro, piccole, medie e a quelle giovanili e femminili;
- richiedere alla Banca d'Italia, anche su base periodica, dati sui finanziamenti erogati e sulle relative condizioni applicate;
- elaborare semestralmente le segnalazioni e le informazioni ricevute, analizzare l'attuazione di accordi e protocolli volti a sostenere l'accesso al credito, formulando eventuali proposte in un "Dossier sul credito" messo a disposizione delle istituzioni e dei soggetti interessati;
- promuovere la formulazione delle migliori prassi per la gestione delle pratiche di finanziamento alle imprese, alle famiglie e ai consumatori volte a favorire un miglioramento delle condizioni di accesso al credito, in relazione alle specifiche situazioni locali.

L'Osservatorio sull'erogazione del credito avrà anche il compito di analizzare tassi, commissioni e altre condizioni accessorie, articolando l'informazione a livello settoriale, geografico e dimensionale. Rispetto alla formulazione iniziale del testo legislativo è, tuttavia, sparita la previsione che l'Osservatorio si attivi d'ufficio o su segnalazione delle imprese che lamentano l'ingiustificata mancanza di concessione di un credito o la sua ingiustificata revoca.

La normativa appare costituire un efficace punto di equilibrio tra le esigenze di rendere pienamente conoscibili e trasparenti le condizioni che regolano i rapporti delle imprese con le banche (favorendo in tal modo la comparazione tra le offerte di banche concorrenti) e di evitare, allo stesso tempo, un impianto eccessivamente coercitivo. La disciplina di cui si discute, inoltre, appare idonea a tutelare l'esigenza delle imprese (ed in particolare, delle piccole e medie imprese) di rendere maggiormente efficienti le procedure di erogazione dei finanziamenti da parte delle banche, senza per questo incidere sull'autonomia imprenditoriale degli istituti bancari.

La costituzione dell'Osservatorio contribuirà all'avvio di virtuosi processi di autoriforma e miglioramento delle pratiche gestionali da parte delle banche, in tal modo creando le condizioni per il superamento delle situazioni di criticità in cui versano attualmente le piccole e medie imprese italiane. Si tratta infatti di uno strumento che, attraverso il monitoraggio delle condotte delle banche, agevolerà – si auspica – l'accesso delle imprese – soprattutto quelle di piccole e medie dimensioni – al credito, contribuendo a stimolare e favorire la crescita economica del Paese.

Per assicurare il perseguimento di tali rilevanti obiettivi, affinché l'Osservatorio possa operare in modo ancor più efficace nell'ostacolare situazioni di ingiustifi-

cata mancata concessione o revoca del credito, potrebbe essere opportuno introdurre strumenti adeguati a garanzia dell'incisività della sua azione. In merito, si è sottolineato come il legislatore si sia limitato a prevedere che le banche interessate siano tenute a fornire all'Osservatorio tutti gli elementi utili e a motivare le ragioni del diniego o della revoca del credito, senza che tale obbligo sia assistito da alcuna misura sanzionatoria nel caso in cui le banche non vi ottemperino. Si è ritenuto, pertanto, auspicabile l'introduzione di uno specifico potere sanzionatorio, in capo alla Banca d'Italia, per le ipotesi in cui le banche omettano o ritardino di fornire le informazioni e le motivazioni richieste, sul modello dei poteri sanzionatori già ad essa attribuiti nei confronti dei soggetti sottoposti alla sua vigilanza.

A tal proposito è stato previsto con il d.l. 29/2012 che il Prefetto, ove lo ritenga necessario e motivato, segnali all'Arbitro Bancario Finanziario, di cui all'articolo 128-*bis* (introdotto dalla l. n. 262/2005 – cd. “legge sul risparmio”) del d.lgs. 385/1993, specifiche problematiche relative ad operazioni e servizi bancari e finanziari. La segnalazione avviene a seguito di istanza del cliente in forma riservata e dopo che il Prefetto ha invitato la banca in questione, previa informativa sul merito dell'istanza, a fornire una risposta argomentata sulla meritevolezza del credito. L'Arbitro si pronuncia non oltre trenta giorni dalla segnalazione.

Ai sensi del citato art. 128-*bis* del T.U.B. le banche e gli altri intermediari finanziari sono obbligati ad aderire a “Sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie con la clientela”, articolato – come è noto – sul territorio nei collegi di Roma, Milano e Napoli.

Il Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (CICR) con delibera del 29 luglio 2008 ha stabilito i criteri per svolgere le procedure di risoluzione delle controversie e ha affidato alla Banca d'Italia l'organizzazione e il funzionamento dei sistemi. La Banca d'Italia ha adottato le disposizioni di attuazione della Delibera del CICR.

L'Arbitro Bancario Finanziario decide per le controversie che riguardano operazioni e servizi bancari e finanziari di valore non superiore a 100 mila euro. Le sue decisioni non sono vincolanti come quelle del giudice, ma gli intermediari di solito le rispettano, anche perché la loro inadempienza è resa pubblica.

Ai sensi della legge che ha introdotto la mediazione obbligatoria, nella materia bancaria e finanziaria, il ricorso all'ABF assolve la condizione di procedibilità per poter poi eventualmente rivolgersi al giudice. In particolare, il decreto legislativo sulla mediazione finalizzata alla conciliazione delle controversie civili e commerciali (d.lgs. n. 28 del 2010), in vigore dal 21 marzo 2011, stabilisce che per instaurare un procedimento civile in materia di contratti bancari e finanziari

è necessario ricorrere preventivamente alla procedura di conciliazione/mediazione disciplinata dal medesimo decreto o alla procedura davanti all'ABF.

Va tuttavia tenuto presente che l'ABF ha regole di competenza e di funzionamento specifiche. Il procedimento davanti all'ABF può essere attivato esclusivamente dal cliente, mentre il procedimento disciplinato dal d.lgs. n. 28 del 2010 – quale quello, ad esempio, davanti al Conciliatore Bancario Finanziario – può essere attivato sia dal cliente sia dall'intermediario. Per quanto riguarda gli esiti, il procedimento davanti all'ABF si conclude con la pronuncia di un organo cui è affidato il compito di decidere “chi ha torto e chi ha ragione”, mentre le procedure di mediazione/conciliazione si concludono – in caso di successo – con un verbale di conciliazione della controversia, nel quale le parti danno atto di aver raggiunto un accordo grazie all'opera del mediatore. Mentre la pronuncia dell'ABF è priva di esecutività, il verbale di conciliazione può essere omologato dal giudice e acquistare valore di titolo esecutivo.

Sempre al fine di garantire maggiore efficacia all'azione dell'Osservatorio, all'attività di elaborazione delle *best practices* per la gestione da parte delle banche delle pratiche di finanziamento alle imprese, si affianca il compito di valutare e classificare la virtuosità degli istituti di credito nel gestire correttamente le richieste di accesso al credito da parte delle imprese, rendendo noti gli esiti di tale attività, con cadenza semestrale. L'elaborazione e la diffusione di una sorta di “*rating* di correttezza” delle banche nell'erogazione del credito rappresenta infatti uno strumento che, esponendo le banche ad un giudizio pubblico, produce effetti positivi sia sotto il profilo di una maggiore trasparenza informativa per il mercato e per i soggetti che vi operano, sia in termini di maggiore pressione competitiva per le banche. In particolare, dal lato della domanda, la maggiore trasparenza sull'operato delle banche in ordine alle pratiche di concessione del credito consente alle imprese di avere maggiori informazioni e di poter quindi scegliere in modo più consapevole l'operatore bancario a cui rivolgersi per ottenere un finanziamento. Dal lato dell'offerta, ciò si traduce in una maggiore mobilità della clientela, e quindi in uno stimolo ad un miglior confronto competitivo tra operatori concorrenti.

Si tenga conto del fatto che il d.l. 29/2012 (di modifica del decreto liberalizzazioni – conv. con legge n. 27/2012) è intervenuto inoltre sull'art. 5-ter del d.l. 24 gennaio 2012, n. 1 (che ha previsto i cosiddetti principi etici nei comportamenti aziendali), precisando che il *rating* di legalità per le imprese venga elaborato dall'Autorità garante della concorrenza e del mercato, su istanza di parte, per le imprese che raggiungano un fatturato minimo di 2 milioni di euro, riferito alla singola impresa o al gruppo di appartenenza, secondo criteri e modalità stabilite da un regolamento dell'Autorità da emanarsi entro 90 giorni. Al

fine dell'attribuzione del *rating*, possono essere chieste informazioni a tutte le pubbliche amministrazioni.

La *ratio* è quella di rendere più efficace l'azione dell'Autorità concentrandone l'intervento nei confronti delle imprese di maggiori dimensioni e la cui attività è suscettibile di avere un impatto più significativo sulle dinamiche economiche e sul funzionamento del mercato.

Resta confermato che del *rating* attribuito si tiene conto in sede di concessione di finanziamenti da parte delle pubbliche amministrazioni, nonché in sede di accesso al credito bancario, secondo le modalità stabilite in un decreto del Ministro dell'economia e delle finanze e del Ministro dello sviluppo economico, da emanarsi entro novanta giorni dall'entrata in vigore della disposizione. La definizione di tali criteri consentirà di creare un quadro di maggiore certezza per tutti i soggetti interessati: imprese, banche e pubbliche amministrazioni.

Gli istituti di credito che omettono di tener conto del *rating* attribuito in sede di concessione dei finanziamenti alle imprese sono tenuti a trasmettere alla Banca d'Italia una dettagliata relazione sulle ragioni della decisione assunta.

16.1. ALCUNI RILIEVI CRITICI

Nel complesso la relazione di accompagnamento al decreto chiarisce che l'istituzione dell'Osservatorio tende a soddisfare l'«*esigenza avvertita nel tessuto produttivo... di rendere più efficienti le procedure di erogazione dei finanziamenti alle imprese da parte delle banche*».

Questo nuovo soggetto sembra richiamare alla memoria la conclusa esperienza degli Speciali Osservatori, istituti presso le Prefetture sulla base del d.l. 185 del 2008 e poi dichiarati cessati nella loro attività nel luglio del 2010 in base alla decisione degli stessi Dicasteri che li istituirono.

Da una parte, infatti, essa richiama l'esigenza che le banche assicurino il necessario sostegno a quelle aziende produttive che, pur illiquide, siano fundamentalmente solide. Si richiedono a tal fine valutazioni competenti e lungimiranti, che pongano speciale attenzione alle prospettive di medio-lungo periodo delle imprese che richiedono assistenza finanziaria.

Dall'altra parte, l'invito è accompagnato dall'avvertenza che il sostegno alle imprese deve necessariamente coniugarsi con l'obiettivo di garantire la sana e prudente gestione e la stabilità degli intermediari. Si tratta di una condizione imprescindibile, al cui perseguimento tende tutta l'azione della Vigilanza e l'intero impianto dei poteri attribuiti alle Autorità creditizie dal vigente assetto normativo.

L'istituto dovrà contribuire a identificare gli elementi e i fattori delle condizioni economico-finanziarie che meritano maggiore sensibilità e attenzione da parte degli istituti di credito al fine di consentire il superamento delle criticità più rilevanti con gli strumenti finanziari e creditizi più appropriati. Da questo punto di vista, sebbene l'istituzione dell'Osservatorio miri ad offrire utili strumenti per la valutazione delle problematiche connesse all'erogazione del credito alle imprese e la promozione delle migliori prassi da parte degli intermediari, la relativa disciplina presenta taluni aspetti problematici, che potrebbero essere superati nel corso del procedimento di conversione del decreto, secondo linee ben precise.

Il decreto legge attribuisce all'Osservatorio il potere di chiedere a singole banche, anche su segnalazione di *«imprese che lamentano l'ingiustificata mancata concessione di un credito o la sua ingiustificata revoca»*, *«le informazioni necessarie a valutare eventuali criticità nel procedimento di concessione dei finanziamenti»*. Si introduce, al riguardo, non solo l'obbligo per le banche coinvolte di *«fornire tutti gli elementi utili»*, ma anche quello di *«motivare le ragioni per cui il credito non è stato concesso o è stato revocato»*.

Le previsioni citate vanno esaminate tenendo conto, per un verso, dei poteri attribuiti in via generale alle Autorità di settore dalla legislazione “di sistema” in materia bancaria, e, per altro verso, della garanzia costituzionale della libertà d'impresa.

Con riferimento al primo profilo, la relazione di accompagnamento al disegno di legge di conversione afferma che il nuovo organismo avrebbe *«compiti complementari a quelli di vigilanza prudenziale in senso stretto»* attribuiti alla Banca d'Italia, e che pertanto la partecipazione all'Osservatorio di un rappresentante dell'Istituto sarebbe funzionale a realizzare una *«piena sintonia»* di azione.

Si ricorda che la *«vigilanza prudenziale»* rappresenta un'attività di natura pubblicistica tesa ad assicurare, secondo regole e principi comuni ormai a livello internazionale, la gestione “prudente” degli intermediari, e cioè il rispetto da parte di questi di un *corpus* di regole volte, tra l'altro, a contenerne i profili di rischio, affinché gli intermediari stessi non mettano a repentaglio la propria sopravvivenza e – correlativamente – il denaro loro affidato dai risparmiatori. In tale contesto non è parso opportuno coinvolgere la Banca d'Italia nel funzionamento di meccanismi di pressione su singole banche in vista dell'erogazione di finanziamenti in favore di determinate controparti. Tale coinvolgimento comporterebbe l'assunzione di un ruolo eccentrico rispetto al carattere di “neutralità” di fronte agli interessi coinvolti, che deve informare l'azione di vigilanza. Bisogna aggiungere poi che l'intervento legislativo in esame investe una materia già coperta da una fitta trama normativa.

Esso non è in linea con la tendenza delle istituzioni dell'Unione europea che è volta alla predisposizione di politiche per incentivare prassi di «*responsible lending*» da parte degli intermediari e di «*responsible borrowing*» da parte dei loro clienti. Con tali espressioni si allude all'esigenza che intermediari e clienti definiscano l'ammontare e le condizioni dei finanziamenti stipulati in termini coerenti con le effettive capacità di rimborso degli affidati, così da ridurre i rischi derivanti dal sovra-indebitamento dei finanziati.

In base ai poteri – di derivazione europea – affidati all'Autorità di vigilanza, la Banca d'Italia ha inoltre disciplinato le metodologie di misurazione e le modalità di gestione del rischio di credito da parte delle banche. Le disposizioni prendono in considerazione l'intero processo riguardante il credito, dall'istruttoria effettuata in vista dell'erogazione sino agli interventi adottati in caso di anomalia, dettando anche regole specifiche in relazione agli «*affidamenti ad imprese*».

Nel complesso, il vigente ordinamento individua un delicato punto di equilibrio tra due interessi contrastanti, entrambi meritevoli di tutela. Da un lato, infatti, afferma l'esigenza che le procedure adottate consentano alle banche di effettuare «*una adeguata valutazione del merito creditizio del prenditore... e una corretta remunerazione del rischio assunto*». Dall'altro lato, però, e sopravviene il secondo profilo di valutazione dell'intervento legislativo, l'ordinamento tiene conto anche dei corollari derivanti dalla garanzia costituzionale della libertà di iniziativa economica, riconoscendo agli organi amministrativi delle banche il potere di approvare le «*politiche di gestione del rischio*» nonché di definire le stesse «*politiche di erogazione del credito*».

Il riconoscimento dell'autonomia delle banche nell'assunzione delle scelte di erogazione del credito e nella definizione di livelli di rischio-rendimento coerenti con gli obiettivi di stabilità del singolo intermediario e di efficienza dell'andamento aziendale risulta funzionale alla protezione degli interessi dei depositanti, e dunque allo stesso imperativo di «*tutela del risparmio*» sancito dall'art. 47 della Costituzione. Non bisogna dimenticare, infatti, che i «finanziatori» delle banche sono famiglie e imprese, le quali potrebbero essere danneggiate da intromissioni nelle politiche allocative delle banche che avessero l'effetto di elevarne il profilo di rischio oltre la soglia suggerita dall'applicazione di criteri di prudente gestione aziendale.

Da questo punto di vista, l'attribuzione all'Osservatorio di poteri di accertamento miranti al riesame di «*eventuali criticità*» in singoli, specifici rapporti tra banche ed imprese, in relazione ai quali si assuma che la «*mancata concessione di un credito o la sua... revoca*» abbiano carattere *ingiustificat[o]* appare inopportuna e di dubbia legittimità.

Un precedente specifico denota inoltre la scarsa rilevanza pratica di tali strumenti: in occasione dell'attuazione degli Osservatori sul finanziamento all'economia istituiti ai sensi dell'art. 12 del d.l. n. 185 del 2008 (conv. con modd. in l. n. 2 del 2009), la direttiva interministeriale adottata dal MEF e dal Ministero dell'interno ha previsto che «*i Prefetti*» svolgessero «*un'attività di monitoraggio dei singoli casi di controversie che possono insorgere in merito all'erogazione del credito... finalizzata a facilitare un riesame delle pratiche a un livello più elevato della struttura gerarchica della banca interessata*». Ma la disposizione è rimasta sostanzialmente inattuata. La realtà è che poteri e/o strumenti del genere non potrebbero essere attribuiti a nessuna autorità pubblica – tantomeno a quella di vigilanza – sia per l'impossibilità di introdurre indiscriminati obblighi giuridici a contrarre, sia per non indurre gli intermediari ad erogare credito in misura potenzialmente superiore alla capacità economico/reddituale del soggetto da finanziare.

Sotto tale profilo, desta perplessità la menzione legislativa delle «*specifiche situazioni locali*» di cui dovrebbe tenersi conto per la «*percezione reale del merito di credito*», poiché potrebbe indurre a ritenere che nell'erogazione del credito eventuali interessi locali di natura produttiva o occupazionale siano destinati a prevalere sui criteri aziendalistici di prudente allocazione. Se tale rischio si concretizzasse, risulterebbe pregiudicata l'efficace selezione delle iniziative imprenditoriali da finanziare, e quindi, indebolita la tutela della concorrenza ed il complessivo livello di efficienza del sistema economico. Potrebbe derivarne anche la lesione dei pertinenti parametri costituzionali e dei trattati europei.

L'obbligo posto in capo alle banche di «*motivare le ragioni per cui il credito non è stato concesso o è stato revocato*» (fornendo altresì tutti gli elementi utili a valutare l'adeguatezza delle scelte compiute), e dunque di giustificare davanti ad un'autorità pubblica propri specifici comportamenti negoziali, potrebbe inoltre rendere la norma in esame persino contraddittoria rispetto al complessivo quadro ordinamentale nel quale si andrebbe ad inserire, che richiede alle banche di effettuare interventi tempestivi all'emergere di anomalie nell'esecuzione dei rapporti di durata.

Le Disposizioni di vigilanza, adottate dalla Banca d'Italia conformemente alle direttive europee, pongono infatti l'accento sulla necessità che le banche effettuino un monitoraggio costante dell'andamento dei crediti erogati, fissando anche termini e modalità di intervento in caso di anomalia; l'Autorità di vigilanza raccomanda che «*le banche abbiano in ogni momento una corretta percezione della propria esposizione nei confronti di ogni singolo cliente o gruppo di clienti connessi,*

anche al fine di procedere, se del caso, ad una tempestiva revisione delle linee di credito». L'esigenza di preservare criteri di sana e prudente gestione nell'erogazione dei finanziamenti e i tempestivi interventi richiesti dalla Vigilanza possono tradursi anche nella revoca delle linee di credito precedentemente concesse, ove ciò sia richiesto da una prudente politica aziendale. Da ciò deriva il rischio che – paradossalmente – talune banche siano chiamate a giustificarsi di fronte all'Osservatorio per aver adottato una reazione tempestiva ed efficace al mutamento delle circostanze di fatto, e dunque un comportamento richiesto dalla normativa di settore.

Più in generale, dai principi dell'ordinamento dell'Unione europea così come da quelli di diritto interno non risulta che sussista in capo ai privati un "diritto soggettivo" ad ottenere finanziamenti, e le banche, correlativamente, non sono giuridicamente obbligate a concederli.

Il vigente ordinamento disciplina comunque gli strumenti per garantire che i rapporti tra banche e imprese si svolgano secondo canoni di correttezza e buona fede, evitando che l'adozione di efficienti regole di selezione della clientela sconfini in ingiustificate strategie difensive di razionamento del credito, con obiettivi del tutto simili a quelli che l'Osservatorio dovrebbe perseguire. L'attività di vigilanza persegue e promuove anche la piena trasparenza delle banche nelle relazioni con i clienti, materia – questa – che il Testo Unico bancario riconduce ai poteri delle Autorità creditizie, attribuendo specifici poteri regolamentari, informativi e ispettivi alla Banca d'Italia.

In tale scenario si iscrivono ad esempio la sottoscrizione nel luglio del 2007 dell'Accordo-Quadro volto a rendere più proficua la collaborazione tra le istituzioni e i soggetti impegnati nella prevenzione dell'usura, a sostegno delle piccole e medie imprese e dei soggetti in difficoltà, e le raccomandazioni rivolte alle banche affinché, ove decidano di non accogliere richieste di affidamento, forniscano indicazioni generali sulle ragioni che hanno motivato la scelta.

17. IL PROGETTO "INCOMPIUTO" DELLA BANCA DEL MEZZOGIORNO

La Banca del Mezzogiorno (d'ora in avanti anche "BdM") è il prodotto delle teorizzazioni di fantasiosi economisti o un Istituto che sarebbe potuto davvero nascere per offrire risorse in più al nostro Paese? Cerchiamo di chiarirci un po' di più le idee su cosa doveva o potrebbe ancora essere la Banca del Mezzogiorno. Si tratta indubbiamente di una questione complessa in merito alla quale si concentra, ancora oggi, l'interesse degli osservatori del mondo economico e politico: la mancanza di grandi banche territoriali nel Mezzogiorno d'Italia, le difficoltà di accesso al credito per le piccole e medie imprese, una intensa crisi economico-

finanziaria che rischia di compromettere le speranze di sviluppo del Meridione. La “lontananza” degli Istituti a cui gli imprenditori del Sud devono rivolgersi, incide negativamente sul costo del credito che devono affrontare, il quale è di molto superiore rispetto al costo sostenuto dai colleghi del Centro-Nord Italia. Inoltre, l'esistenza di una Banca costituita anche di “soggetti del Sud” potrebbe assicurare al mondo imprenditoriale ed alle istituzioni una “corretta interpretazione” delle istanze provenienti dal territorio, favorendone in tal modo uno sviluppo virtuoso.

In realtà di banche il Sud ne ha sempre avute molte, anche se negli ultimi 15 anni il sistema creditizio meridionale è stato fagocitato dalle grandi banche del Nord come Intesa e Unicredit che hanno assorbito grandi Istituti di credito del Mezzogiorno, dal Banco di Sicilia al Banco di Napoli. Ora tutti (o quasi) rimpiangono quelle banche che, prima di finire nelle mani di grandi gruppi nazionali, venivano accusate di clientelismo.

Va ricordato, tuttavia, che la dissoluzione delle grandi banche del Meridione non è avvenuta a causa di condotte di mercato aggressive o scorrette degli intermediari di diversa provenienza, ma perché esse sono sprofondate sotto il peso di condotte gestionali antiquate, pratiche clientelari (se non illecite) e di pressioni politiche e lobbistiche locali. Si trattava di realtà che presentavano un rapporto distorto con il tessuto economico del territorio: il denaro raccolto dai depositanti veniva prestato a tassi d'interesse più bassi (troppo) rispetto ai rischi effettivi dell'investimento in quelle zone. Ne risultava uno squilibrio gestionale, con perdite certe e elevati livelli di sofferenze.

Convinzione, confermata poi da diversi riscontri empirici e, soprattutto, dagli esiti del processo di concentrazione bancaria in Italia: nel Centro-Nord, alla crescita dei grandi istituti si è giustapposta una espansione quantitativa e qualitativa delle banche locali, caratterizzatesi sempre più come vere e proprie banche del territorio. Nulla di paragonabile è accaduto al Sud, dove i vuoti lasciati dalla scomparsa delle banche locali non hanno generato alcuna spinta alla costituzione o all'espansione di soggetti collegati al territorio.

In seguito al processo di integrazione, l'allocazione del credito avverrebbe ad opera di banche non regionali con conseguenti effetti sulla valutazione del merito creditizio delle imprese che, in precedenza, erano in grado di procurarsi i finanziamenti desiderati attraverso il credito erogato dalle banche locali. Seguendo questa impostazione, il processo di integrazione, non solo perpetuerebbe l'esistenza dei vincoli esistenti alla disponibilità di credito nelle regioni meridionali, ma ne creerebbe addirittura di nuovi, a causa dell'aumento delle dimensioni medie delle imprese per le quali i pro-

blemi di natura informativa non pregiudicano sistematicamente il ricorso al credito bancario.

Il processo di integrazione finanziaria determinando l'aumento della competizione nel sistema bancario, viene visto, da un lato, come un potente strumento per aumentare la disponibilità del credito ed eliminare le distorsioni e le inefficienze legate al potere del monopolio locale di cui godono le banche a dimensione regionale; dall'altro, l'aumento della competizione tende a determinare una concentrazione del sistema bancario e una crescita del potere di mercato delle banche di maggiori dimensioni. Ciò, a sua volta, può da un lato, favorire lo sviluppo di una segmentazione di mercato, in cui le banche di grandi dimensioni operano una differenziazione regionale del mercato mediante l'adozione in ciascuna regione, di differenti politiche per quel che riguarda la determinazione dei tassi di interesse e l'atteggiamento da tenere nei confronti della domanda di credito; dall'altro, può avere importanti implicazioni per quel che riguarda la corretta allocazione del credito.

Difatti, come sostenuto in letteratura, è possibile ritenere che solo alcune classi di debitori (le imprese di grandi dimensioni) e di regioni (quelle più sviluppate) usufruiranno concretamente della maggiore disponibilità di credito, mentre le piccole imprese e le regioni periferiche continueranno ad operare con maggiori vincoli dell'offerta di credito e con conseguenze negative per il sistema economico e produttivo del Mezzogiorno.

D'altra parte, nell'analisi del differenziale tra Centro-Nord e Meridione non è possibile prescindere da considerazioni relative agli effetti prodotti dall'operare del modello banca-impresa. Infatti, se da un lato i risultati della letteratura teorica ed empirica confermano che, laddove prevalga un rapporto virtuoso tra banca e impresa, le conseguenze delle fasi negative del ciclo economico si manifestano in forme più attenuate, dall'altro, la stessa analisi sul Mezzogiorno, ha verificato, pur da prospettive analitiche diverse, le difficoltà del rapporto banca-impresa di riprodurre nelle regioni meridionali gli effetti virtuosi sperimentati altrove.

La realtà del Mezzogiorno italiano rappresenta, infatti, un esempio di come il monoaffidamento costituisca una condizione necessaria ma non sufficiente per instaurare quel *relationship lending* che la teoria individua alla base di un rapporto di credito virtuoso tra banche locali e PMI. Il monoaffidamento che prevale nel Meridione è frutto della segmentazione nel mercato del credito con situazioni prossime alla "cattura" delle PMI da parte delle banche

Si pensi, pertanto, ai vantaggi che recherebbe all'economia meridionale la presenza di un credito "territoriale", che sappia operare in concorrenza con le grandi banche italiane. Perché è a questo che doveva servire la Banca del Mezzogiorno: a finanziare progetti di impresa nel Sud d'Italia.

E in effetti, la Banca del Mezzogiorno ha a lungo rappresentato uno dei tasselli più rilevanti dell'impegno concreto del governo sul fronte del rilancio socio-economico del Mezzogiorno. Strana storia, quella della Banca del Sud. Benché oggi appaia agli occhi dell'opinione pubblica come un ricordo lontano, il progetto della Banca del Mezzogiorno è duro a morire. È indubbio che la Banca del Mezzogiorno sia uno dei tanti progetti più volte «riciclati» negli ultimi anni. Basti osservare che già nel dicembre del 2005 era legge: la costituzione del nuovo Istituto di credito era infatti contenuta nella finanziaria (comma 377) per il 2006. Il Ministro dell'economia ha rilanciato il «suo» progetto nel giugno 2008: nel decreto 112 (il primo varato dal nuovo governo Berlusconi) era prevista la creazione di una Banca del Mezzogiorno e l'emanazione entro 120 giorni di un decreto attuativo. Ovviamente mai attuato.

Il d.d.l. del 15 ottobre 2009 si apriva con una enunciazione dei «principi e delle finalità» alla base dell'intero provvedimento. L'obiettivo dichiarato era sempre quello di «*contribuire al riequilibrio economico del territorio nazionale attraverso lo sviluppo del credito nel Mezzogiorno*» utilizzando una serie di strumenti, quali: l'aumento della capacità di finanziamento; il sostegno a progetti imprenditoriali meritevoli di credito; l'afflusso di risorse verso iniziative che incrementino l'occupazione. In questo processo, lo Stato assume il ruolo di «facilitatore» rispetto all'intervento dell'iniziativa privata (art. 1, commi 1-3 d.d.l.).

Si è detto, compito della Banca sarebbe stato quello di sostenere progetti di investimento nel Sud Italia e promuovere in particolare il credito alle piccole e medie imprese, anche con il supporto di intermediari finanziari con adeguato livello di patrimonializzazione.

In particolare, l'azione della Banca doveva indirizzarsi «prioritariamente» a «*favorire la nascita di nuove imprese, l'imprenditorialità giovanile e femminile, l'aumento dimensionale e l'internazionalizzazione, al fine di creare maggiore occupazione*». Le linee di programma della Banca del Mezzogiorno, previste dalla legge 191 del 23 Dicembre 2009 (art. 2 comma 162 – obiettivi e art. 2 comma 169 – attività esercitabili), erano già state indicate nell'art. 2, comma 4, del citato d.d.l. del 15 ottobre 2009 recante «*Misure per il credito nel Mezzogiorno*», che, nello specifico, disponeva la definizione di modalità operative e gestionali, orientate a far sì che la BdM potesse essere identificata con la rete dei soggetti aderenti. Utilizzando l'ampia rete di Banche di credito cooperativo e delle Banche popolari, la Banca del Mezzogiorno avrebbe operato per almeno cinque anni come «istituzione finanziaria di secondo livello», con una capillare presenza sul territorio tramite gli uffici postali e operativamente collegata con il Medio Credito Centrale (MCC), che avrebbe dovuto erogare il credito. La Banca avrebbe avuto un capitale

di 5 milioni fornito dallo Stato e da restituire entro 5 anni, dato che tutte le azioni sarebbero state cedute ai privati, fatta salva una speciale forma di *golden share*.

Occorreva poi attendere la valutazione della Banca d'Italia per permettere ai possessori di conti BancoPosta di recedere dal contratto, qualora l'ingresso di Poste italiane nella Banca del Mezzogiorno fosse stato reputato come un'operazione ad alto rischio. Preoccupava l'entità del patrimonio che l'azienda avrebbe dedicato all'operazione, a fronte del rischio conseguente di un indebolimento dei tradizionali *asset* di Poste. Un'ipotesi quest'ultima considerata dai vertici di Poste Italiane peregrina, avendo il consiglio d'amministrazione già proceduto alla separazione del patrimonio legato al Bancoposta (1 miliardo) rispetto a quello dedicato a tutte le altre attività e progetti del gruppo postale (3 miliardi).

Dal punto di vista strutturale, uno degli obiettivi principali del legislatore era, per l'appunto, quello di incentivare lo sviluppo di una rete bancaria nel Meridione. Obiettivo perseguito attraverso l'incentivazione e lo sviluppo dello strumento che, tradizionalmente, è quello più radicato alle realtà territoriali: le banche di credito cooperativo. Lo Stato avrebbe, quindi, agito non in via diretta ma tramite le Banche di credito cooperativo riproponendo i problemi tipici di una relazione principale-agente non virtuosa.

Operativamente, la Banca del Mezzogiorno in un primo momento avrebbe avuto la possibilità di erogare sino a 4 miliardi di euro, potendo garantire credito ad una lunga lista di PMI, in considerazione del fatto che l'importo massimo erogabile previsto era di soli 100.000 euro.

Veniva quindi riconosciuta la possibilità alle banche (di credito cooperativo), costituite (o anche trasformatesi, si può ipotizzare) dopo l'entrata in vigore della legge, di emettere per un periodo massimo di 5 anni dall'autorizzazione, azioni di finanziamento ai sensi dell'art. 2526 c.c., peraltro sottoscrivibili solo da parte di fondi mutualistici per la promozione e lo sviluppo della cooperazione (art. 3, comma 1). Siffatta sottoscrizione sarebbe avvenuta in deroga ai limiti previsti dall'art. 34, commi 2 e 4 del Testo Unico bancario, ossia relativi ai criteri del collegamento dei soci al territorio in cui opera la banca e al tetto azionario massimo di 50.000 € per ciascun socio.

Il Ministro dell'economia avrebbe avuto poi la facoltà (da attuarsi con propri decreti) di autorizzare «enti e società partecipate» (quindi soggetti pubblici) a contribuire, in qualità di soci finanziatori, alla sottoscrizione del capitale di Banche di credito cooperativo, sempre che fossero costituite (ovvero autorizzate) successivamente alla data di entrata in vigore della legge e, comunque, non oltre 5 anni. Era prevista, altresì, una dettagliata disciplina relativa alla figura dei soci finanziatori, che doveva essere ulteriormente specificata dalla normativa secondaria (art. 3, commi 3-6).

17.1. STRUTTURA E OPERATIVITÀ DELLA BANCA DEL MEZZOGIORNO

In virtù dell'assetto venutosi a delineare nel corso della trattative, la neonata BdM è oggi controllata al 100% da Poste Italiane S.p.a. – Società con socio unico, il cui assetto proprietario vede la partecipazione totalitaria del Ministero dell'economia e delle finanze. Il capitale sociale ammonta a poco più di 132 milioni di euro, che dovrebbe consentire nei prossimi due anni, secondo le stime, finanziamenti per 1,5 miliardi di euro, attraverso parte dei cosiddetti "Tremonti bond", autorizzati con decreti attuativi dal governo. I titoli di risparmio per il Sud ammontano a 3 miliardi di bond (validi per tutti) con un regime fiscale agevolato del 5% contro il 12,5% di altri strumenti di pari durata presenti sul mercato.

Poste Italiane S.p.a. – Società con socio unico, nell'ambito delle attività del Patrimonio BancoPosta, è la rete commerciale di collocamento dei prodotti di finanziamento di Banca del Mezzogiorno; la valutazione creditizia, la delibera, l'erogazione e il *post-erogazione* sono invece attività gestite da Banca del Mezzogiorno.

Del gigante da 7.000 sportelli sognato da Giulio Tremonti e che aveva destato più di una perplessità è rimasto poco: mancano Banche di credito cooperativo e Popolari; la rete degli uffici postali (che doveva essere disseminata per tutto il Mezzogiorno) si è ridotta, da 7.500, a 50. Una rete di commercializzazione che a regime, stando alle autorizzazioni della Banca d'Italia, dovrebbe salire fino a 250 sportelli nei prossimi anni. Sul punto si rileva che una simile struttura distributiva dovrà essere organizzata con modalità tali da non comportare effetti distorsivi sotto il profilo concorrenziale e da garantire pari opportunità di accesso (si veda, in proposito, Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, Delibera del 23 febbraio 2011).

La finalità dell'operazione, secondo quanto confermato anche alla luce del nuovo progetto, è quella di sviluppare MCC come istituzione finanziaria di secondo livello, affiancando all'attività di gestione di fondi pubblici, un'attività di erogazione di finanziamenti a medio e lungo termine a favore di imprese sia industriali che agricole e un'attività – qualificata come "Banca di Garanzia" – consistente nella prestazione di servizi a valore aggiunto a favore dei Confidi, nonché nella fornitura, attraverso proprie risorse finanziarie, di «*controgaranzie ai Confidi e cogaranzie alle imprese*».

Pertanto, l'operazione in oggetto interessa, in primo luogo, il settore dei servizi di gestione di strumenti agevolativi pubblici a sostegno dello sviluppo delle imprese, resi a favore degli enti promotori. Come si è ricordato poc'anzi, considerando le attività che Poste Italiane dichiara di voler svilup-

pare attraverso MCC, l'operazione appare, dunque, suscettibile di interessare anche i settori della emissione di cogaranzie a favore delle imprese garantite in forma diretta dai Confidi, quello delle controgaranzie a favore dei Confidi, quello dei servizi resi ai Confidi per l'ottimizzazione e la razionalizzazione delle relative attività offerte alle imprese, nonché gli impieghi alle famiglie produttrici, alle PMI e alle imprese di medie e grandi dimensioni.

Secondo quanto prospettato, nessuna delle società appartenenti al Gruppo Poste Italiane esercita attualmente attività riconducibili ad alcuno dei servizi sopra richiamati. In specie, per ciò che concerne gli impieghi, Poste Italiane ha dichiarato che allo stato BancoPosta distribuisce prodotti di credito al consumo e mutui rivolti alla sola clientela privata, rientranti nel mercato degli impieghi alle famiglie consumatrici, mentre i prodotti di MCC, non attiva in tale ambito, saranno rivolti esclusivamente ad una clientela *corporate* e interesseranno, pertanto, i mercati degli impieghi alle famiglie produttrici e imprese di piccole dimensioni e alle imprese di medie e grandi dimensioni.

Tuttavia, rispetto alla versione originaria, le linee di credito attivate (a partire dal 2 gennaio 2012) non finanziano la nascita di nuove aziende, ma sostengono solo investimenti a medio e lungo termine, così come già faceva MedioCredito Centrale. Le linee di finanziamento di BdM, "linea impresa" e "linea agricoltura", escludono poi dai crediti anche enti finanziari e assicurativi, amministrazioni o controllate pubbliche, attività di famiglia e convivenze come datori di lavoro, organizzazioni ed organismi extraterritoriali, imprese *no profit* o in fase di *start up*. Per ottenere i finanziamenti, le aziende, dichiarate "economicamente e finanziariamente sane" in base ai dati contabili degli ultimi due esercizi, devono aver sede legale in una delle otto regioni del Sud e aprire uno dei due conti di Poste per l'accredito diretto (Conto BancoPosta in Proprio e Conto BancoPosta Impresa).

In ogni caso, la "linea impresa" mette a disposizione di micro, piccole e medie imprese mutui da 10mila fino a 200mila euro con rate mensili e durata fino a 10 anni (minimo 18 mesi) per investimenti o esigenze finanziarie collegate all'attività d'impresa (escluso il consolidamento delle passività) ammissibili al Fondo di Garanzia PMI (legge 662/96). La "linea agricoltura", invece, prevede gli stessi crediti ad aziende agricole, agroalimentari o ittiche, ma con pagamenti fino a sei mesi per spese di miglioramento fondiario, innovazione tecnologica e commerciale dei prodotti, costruzione e acquisto di beni immobili, ammissibili al Fondo di garanzia in mano alla Società di gestione fondi per l'agroalimentare (Sgfa) e all'Istituto di servizi per il mercato agricolo alimentare (Ismea).

17.2. MINACCE E OPPORTUNITÀ

Nelle lunghe trattative sull'azionariato forte, l'unico accordo con Bcc e Popolari era stato trovato sul *funding* da affidare alla Cassa depositi e prestiti (70% in mano al Tesoro e 30% a fondazioni bancarie). Per il resto, tutti gli attori sono rimasti ai blocchi di partenza.

Le intese, in realtà, sono tramontate anche per i malumori sorti intorno all'operazione sul ruolo del MCC. Bcc e Popolari sono infatti rimaste al palo per mesi con un interrogativo: perché spendere soldi per rendere di nuovo pubblica una banca già privatizzata negli anni '94 e '99, rinominarla in "Banca del Mezzogiorno - MCC" sapendo già in anticipo di legarne l'accesso al credito sempre al Fondo di garanzia per le PMI gestito unicamente dallo stesso MedioCredito? Se Banca del Mezzogiorno svolgerà attività di "Banca di Garanzia" (compresi i Consorzi di garanzia collettiva dei fidi), il MCC continuerà a gestire fondi pubblici (comunitari, nazionali e regionali) e strumenti agevolativi per il sistema produttivo nazionale.

I dubbi restano ancora molti. A cominciare dalla domanda che di ricorrente studiosi e operatori del settore si sono posti in questi anni: "siamo certi che la Banca del Mezzogiorno possa rappresentare lo strumento più idoneo per affrontare le vere problematiche del Meridione?"

Per lungo tempo, i commenti apparsi sulla stampa sono stati generalmente negativi. Si temeva soprattutto che la Banca potesse risultare un "carrozzone" poco trasparente e molto politicizzato. Non a caso autorevoli osservatori hanno paventato "l'avvio di una nuova statalizzazione del credito nel Mezzogiorno".

Nella costituenda Banca, Poste e Mediocredito avrebbero di fatto monopolizzato la gestione, bloccando sul nascere l'aspirazione di Banche popolari e di credito cooperativo. La definizione dei meccanismi della Banca stessa non erano stati ancora definiti con cura. Si aveva l'impressione che Poste Italiane stesse costruendo l'operazione della Banca del Mezzogiorno in maniera farraginosa, come una vera e propria "catena di montaggio".

I dubbi, infatti, erano incentrati non tanto sullo strumento in sé, quanto sul "manico". Insomma su chi e come avrebbe deciso l'erogazione del credito: centralizzata o sparsa sul territorio?

Forti timori si nutrivano anche sull'eventualità, poi non così remota, che sulla Banca per il Mezzogiorno venissero dirottate risorse finanziarie altrimenti utili per l'abbassamento della pressione fiscale.

Né si sottovalutava il rischio di una proliferazione di "iniziative imprenditoriali" più o meno fittizie proprio per intercettare i fondi messi in circolazione dalla costituenda Banca. È verosimile che in una prima fase, il mercato drogato del

Sud avrebbe attirato capitali da destinare altrove. Ma nel medio-lungo periodo, la bolla creditizia sarebbe scoppiata, procurando gravi danni alla collettività. Se le aziende finanziate fossero fallite, lo Stato avrebbe dovuto ripianare le perdite. Il risultato, in altre parole, sarebbe stato quello di produrre un eccesso di liquidità, immettendo in circolazione un gran quantitativo di denaro destinato a impieghi senza futuro.

18. I TITOLI DI RISPARMIO PER L'ECONOMIA MERIDIONALE – (“TREM”)

Con l'entrata in vigore del decreto del Ministero dell'economia e delle finanze del 1° dicembre 2011 che disciplina i “Titoli di Risparmio per l'Economia Meridionale” (da cui l'acronimo “Trem”) sono state dettate le misure attuative dell'art. 8, comma 4, del d.l. 70/2011. La norma mira a consentire alle banche italiane, comunitarie ed extracomunitarie, e non solo alla “Banca del Mezzogiorno”, di emettere titoli di risparmio per favorire il riequilibrio territoriale dei flussi di credito per gli investimenti a medio e lungo termine delle piccole e medie imprese e per sostenere progetti etici nel Mezzogiorno.

I titoli di risparmio per l'economia meridionale sono bond, con scadenza non inferiore ai 18 mesi e con aliquota di favore del 5%. L'introduzione di una segmentazione nel mercato delle obbligazioni tramite una tassazione di favore è apparsa a molti osservatori difficilmente giustificabile ed è stata soprattutto giudicata inefficace in termini di probabile minore tasso di interesse sulla cedola. La norma prevede un tetto massimo di 3 miliardi di emissione nel primo anno di vita con un impatto sulla crescita aggiuntiva degli impieghi a favore delle PMI meridionali stimato al 6-7%.

La Consob ha disciplinato con comunicazione n. DIN/12025673 del 2 aprile 2012 le modalità di adempimento degli obblighi informativi in materia, prevedendo che gli emittenti trasmettano alla Commissione l'informativa sull'offerta a mezzo posta elettronica certificata (“pec”), tra i 30 e i 20 giorni lavorativi precedenti la data di emissione o l'inizio del periodo di offerta.

In particolare, ai sensi della normativa in oggetto, banche italiane, comunitarie ed extracomunitarie autorizzate ad operare in Italia possono emettere “*Titoli di Risparmio per l'Economia Meridionale*” (i “Titoli”) a condizione che: i Titoli:

- **(i)** siano strumenti finanziari con scadenza non inferiore a 18 mesi;
- **(ii)** non siano subordinati, irredimibili o rimborsabili previa autorizzazione di Banca d'Italia (*ex art. 12, comma 7, T.U.B.*);

- **(iii)** corrispondano interessi con periodicità almeno annuale;
- **(iv)** siano sottoscritti da persone fisiche non esercenti attività di impresa;
- **(v)** non siano computabili nel patrimonio di vigilanza dell'emittente.

Devono inoltre, essere rispettati i seguenti requisiti dimensionali:

- **(i)** è previsto un importo nominale complessivo massimo di Titoli emettabili pari a 3 miliardi di euro a valere per l'anno solare in corso (il "*Plafond*");
- **(ii)** sono altresì previsti dei limiti individuali riferiti al singolo emittente ed al gruppo bancario, in particolare, per ciascun gruppo bancario il limite è pari al 20% del *Plafond* (i.e. 600 milioni di euro) mentre per singole banche non facenti parte di un gruppo bancario il limite è del 5% del suddetto *Plafond* (i.e. 150 milioni di euro). In ogni caso, le emissioni non possono eccedere il 30% del patrimonio di base ("Tier 1") quale risulta dal più recente bilancio di esercizio pubblicato ovvero dalla più recente situazione semestrale, se pubblicata; il periodo d'offerta non sia superiore a 60 giorni lavorativi.

Si rammenta che, ai sensi dell'art. 2, comma 1, del decreto ministeriale, i flussi incrementali di impieghi a medio-lungo termine verso le piccole e medie imprese con sede legale nelle regioni del Mezzogiorno (Abruzzo, Molise, Campania, Puglia, Basilicata, Calabria, Sardegna e Sicilia) riconducibili all'emittente, dovranno essere, nel periodo di vita dei Titoli, almeno pari alla raccolta realizzata mediante l'emissione dei Titoli medesimi.

L'invio del modulo di comunicazione preventiva da parte dell'emittente comporta l'apertura del relativo procedimento amministrativo ex l. 241/90. La Consob fornisce riscontro all'emittente dell'apertura del procedimento amministrativo; entro 10 giorni lavorativi dalla data di ricezione del modulo di comunicazione preventiva, la Consob informa l'emittente di eventuali ostacoli all'emissione.

Entro i 5 giorni lavorativi successivi alla chiusura del periodo d'offerta l'emittente comunicherà alla Consob il controvalore dei titoli emessi e, ove differente, l'ammontare effettivamente collocato, insieme all'informativa sui requisiti che il dm stabilisce per i sottoscrittori dei titoli. La stessa comunicazione andrà inoltrata al Ministero dell'Economia.

La Consob pubblicherà sul proprio sito internet l'elenco degli emittenti e il controvalore dei titoli emessi in ciascun anno solare e informerà il Ministero del raggiungimento della soglia dell'80% del *plafond*. Le offerte, si legge nel testo, dovranno svolgersi nel rispetto delle disposizioni legislative e regolamentari italiane e comunitarie che disciplinano la distribuzione e l'offerta al pubblico di strumenti finanziari.

19. LA COSTRUZIONE DI UN CIRCUITO ALTERNATIVO DI FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE. I NUOVI STRUMENTI DI FINANZIAMENTO PER LE PMI

Le piccole imprese non possono quotarsi, le medie non sono interessate. La Borsa non aiuterà la ripresa economica delle nostre PMI.

Una delle priorità colte dal legislatore è quella di allineare le opportunità finanziarie del sistema nazionale a quelle offerte dai più avanzati sistemi industriali e finanziari europei. L'introduzione della nuova regolamentazione Basilea 3 determina un prolungato periodo di razionamento del credito all'economia. Il mutamento delle regole di « *welfare* », con il passaggio a sistemi previdenziali contributivi, preme per un aumento strutturale della propensione al risparmio a fini pensionistici integrativi, con domanda d'investimento correlata. Con le seguenti norme si mira ad aprire un circuito d'intermediazione diretto tra risparmio ed investimento, per indirizzare stabilmente parte delle risorse raccolte a lungo termine (previdenza, accumulazione, investimento) verso il sistema produttivo delle PMI nazionali.

Tutte le piccole e medie imprese che hanno subito l'effetto della crisi sono indebitate con le banche e se hanno risultati vicino o sotto il pareggio non hanno speranze di trovare altro debito. Sennonché anche le PMI che hanno buone prospettive di ripresa sono congelate dal *rating* e da Basilea. Solo l'intervento di capitali esterni potrebbe rimetterle più velocemente in marcia di crescita. Un intervento nella forma di prestiti subordinati (o mezzanini), ad esempio, può scongelare una parte di queste PMI, se venisse considerato quasi-*equity* dalle banche.

Il decreto legge 22 giugno 2012, n. 83, cosiddetto "Decreto Sviluppo" (pubblicato in G.U. 26 giugno 2012, n. 147, convertito con modificazioni, dalla l. 7 agosto 2012, n. 134 pubblicata in G.U. n. 187 del 11 agosto 2012) ha previsto strumenti finanziari appositamente pensati per le piccole e medie imprese (Capo II, art. 32), come le cambiali finanziarie (anche in forma dematerializzata) e le obbligazioni per PMI non quotate in Borsa (c.d. "Minibond"). Si tratta di strumenti funzionali a preparare un contesto che finalmente renda più facile lo sviluppo di un mercato del debito alternativo a quello bancario.

Secondo quanto emerge dalla relazione illustrativa del provvedimento, le nuove disposizioni intendono semplificare ed integrare l'attuale ordinamento degli strumenti per il finanziamento dell'attività d'impresa, consentendo in particolare la sollecitazione del mercato monetario e finanziario da parte di emittenti finora esclusi, come le imprese non quotate, medie e piccole (secondo la classificazione europea), ampliando, infine, le opportunità di investimento degli operatori istituzionali nell'economia nazionale.

La creazione di un mercato alternativo del debito *corporate* (efficiente come quello USA e UK) prevede, tuttavia, trasparenza e tutela dell'investitore.

Si ricorda che la cambiale finanziaria (meglio nota all'estero come *commercial paper*), è disciplinata dalla legge 13 gennaio 1994, n. 43, e dalla delibera del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (CICR) del 3 marzo 1994 (pubblicata nella G.U. n. 58 dell'11 marzo 1994), poi revocata dalla delibera del medesimo CICR n. 1058 del 19 luglio 2005 (pubblicata nella G.U. n. 188 del 13 agosto 2005), che ha armonizzato la normativa della raccolta del risparmio da parte dei soggetti non bancari alle norme introdotte con la modifica del diritto societario.

In sostanza, si tratta di titoli di credito caratterizzati dall'essere emessi in serie, all'ordine, con durata ben delimitata (minimo tre mesi) in cui la girata è senza garanzia per evitare azioni di regresso. Ai sensi della suddetta disciplina possono emettere cambiali finanziarie le società e gli enti con titoli negoziati in un mercato regolamentato, nonché le società non quotate purché le emissioni siano assistite da garanzia (in misura non inferiore al 100% del loro valore di emissione) rilasciata da soggetti vigilati o dalla società Servizi Assicurativi del Commercio Estero (SACE) Spa.

In Italia, peraltro, tale strumento non ha trovato ampia diffusione. Le ragioni della modesta utilizzazione delle cambiali finanziarie sono riconducibili, per le imprese quotate, a motivi di carattere fiscale, legati al mancato assoggettamento dei redditi relativi alle cambiali finanziarie all'imposta sostitutiva di cui all'art. 2, comma 1, del d.lgs. 1° aprile 1996, n. 239; a motivi di carattere regolamentare, legati alla durata, da tre a dodici mesi, mentre in altri Paesi le *commercial paper* sono emesse in quantità maggiore con durata fino a un mese; a motivi di carattere formale e procedurale, in quanto le cambiali finanziarie sono ancora oggi titoli necessariamente materiali, difficili quindi da collocare in quantità elevata e da negoziare nei mercati finanziari, che trattano ormai quasi esclusivamente titoli dematerializzati. Inoltre, per le imprese medio-grandi non quotate, pesa l'obbligo di ricorrere al supporto di una garanzia bancaria.

19.1. LE CAMBIALI FINANZIARIE

L'articolo 32 del "dl Sviluppo", nel testo modificato dalla Camera e approvato definitivamente al Senato, consente l'emissione di cambiali finanziarie da parte di PMI (così come definite nella raccomandazione 2003/361/Ce) quotate o meno, aventi forma di società di capitali, di società cooperative e mutue assicuratrici, purché diverse dalle banche e dalle micro-imprese (che quindi non potranno emettere titoli).

Nei commi 5 e 7 dell'art. 32 si modifica la disciplina della cambiale finanziaria. Questo strumento previsto nel nostro ordinamento dalla legge 13 gennaio 1994, n. 43, viene pertanto snellito e avvicinato alla "carta commerciale", strumento, come si è detto, largamente in uso sui mercati finanziari internazionali.

Le PMI che si dotano di tutti i requisiti appena elencati possono, dunque, emettere **cambiali finanziarie** ma con una differenza: la **scadenza** deve essere **non inferiore a un mese e non superiore a trentasei mesi dalla data di emissione** (mentre la legge n. 43/1994 prevede una scadenza fra i tre e i dodici mesi).

L'ammontare di cambiali in circolazione ha un limite massimo che corrisponde al totale dell'attivo corrente dell'impresa rilevabile dall'ultimo bilancio certificato. Come specificato dal comma 2-ter, <<per attivo corrente si intende l'importo delle attività in bilancio con scadenza entro l'anno dalla data di riferimento del bilancio stesso. Nel caso in cui l'emittente sia tenuto alla redazione del bilancio consolidato o sia controllato da una società o da un ente a ciò tenuto, può essere considerato l'ammontare rilevabile dall'ultimo bilancio consolidato approvato>>.

Vi sono poi alcuni prerequisiti comuni che le imprese devono possedere per poter emettere cambiali e obbligazioni e una serie di caratteristiche che invece riguardano i singoli prodotti finanziari.

• **Emissione dei titoli: i requisiti.** Ai sensi del "dl Sviluppo", può procedere con l'emissione di titoli solo l'azienda che risulti dotata dei requisiti di professionalità previsti dalla legge del 30 aprile 1999, n. 130 a seguito di valutazione di un'agenzia di *rating*. Ma le PMI non quotate in Borsa difficilmente possono far ricorso ad un'agenzia che ne valuti la classe di rischio (uno dei tipici ostacoli che impediscono alle PMI di accedere ai mercati finanziari). Ecco perché il "dl Sviluppo" prevede che possano emettere cambiali finanziarie ed obbligazioni le PMI che, in mancanza di *rating*, si dotino dei seguenti requisiti:

1) sponsor (banche, imprese di investimento, SGR, società di gestione armonizzate, SICAV) che svolga un'attività di supporto nell'emissione e nel collocamento, ed eventualmente segua l'ammissione a quotazione dei titoli. Le banche-*sponsor* con sede legale extra-UE devono essere autorizzate alla prestazione di servizi di investimento in Italia.

2) ultimo bilancio certificato da parte di un revisore contabile o società di revisione iscritta al registro dei revisori.

3) cambiali e obbligazioni devono circolare solo fra **investitori qualificati**, così come definiti all'art. 100 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni. Questi ultimi non possono essere soci della società emittente, né direttamente né indirettamente, neanche per tramite di società fiduciaria o inter-

posta persona. Il rapporto tra imprenditore “scongelato” e investitori professionali (ma non ancora soci) è propedeutico ad una maggiore apertura verso soci di capitale e al rispetto di trasparenza, impegni e obiettivi finanziari che sono i requisiti fondamentali per affacciarsi in Borsa in futuro. In presenza di norme volte a favorire gli investitori professionali (fondi specializzati) nella concessione di questi finanziamenti e strutture dedicate a supportare la valutazione e la frammentazione degli importi, la domanda dalle PMI sarebbe interessante e giustificata da prospettive reali.

- **I compiti dello *sponsor*.** Ai commi 14, 15, 16 e 17 dell'art. 32 si definiscono in maniera più puntuale le caratteristiche e i compiti dello *sponsor* di cui al comma 2.

Lo *sponsor* assiste l'emittente nella procedura di emissione dei titoli con tre principali compiti:

- a) supporta l'emittente nella fase di emissione e di collocamento, nonché di eventuale ammissione a quotazione dei titoli;
- b) mantiene nel proprio portafoglio, fino alla naturale scadenza, una quota dei titoli emessi non inferiore al 5% del valore di emissione dei titoli, per le emissioni fino a 5 milioni di euro, al 3% del valore di emissione eccedente 5 milioni di euro, fino a 10 milioni di euro, in aggiunta alla quota precedente, e il 2% del valore di emissione eccedente 10 milioni di euro, in aggiunta alle quote anzidette;
- c) favorisce la liquidità degli scambi sui titoli per tutta la durata dell'emissione, impegnandosi ad assicurare la negoziabilità, almeno a intervalli predefiniti.

Lo *sponsor* predispose altresì una valutazione periodica, almeno semestrale, del valore dei titoli stessi nel caso in cui non siano quotati.

Lo *sponsor* deve anche provvedere a classificare la **categoria di rischio** dell'emittente, tenendo conto della qualità creditizia dell'impresa (il riferimento normativo è costituito dalla Comunicazione della Commissione Europea 2008/C 14/02 e successive modificazioni). In particolare, deve fornire aggiornamenti sulla classificazione di rischio almeno trimestrali, e ogni qualvolta che intervenga un elemento straordinario. Le categorie di **qualità creditizia** della PMI devono essere almeno cinque: ottima, buona, soddisfacente, scarsa, negativa. Questo giudizio deve incrociarsi con il livello di **garanzia** (elevata, normale o bassa) delle operazioni garantite.

Il ruolo dello *sponsor*, in pratica, è quello di avvicinare con maggiore facilità le PMI al mercato del debito ed agli investitori esteri, utilizzando la leva dell'esperienza bancaria, dei consorzi fidi meglio strutturati o delle imprese di investimento che affiancano le società. Al ruolo di *sponsor* sono anche ammessi

soggetti dell'industria finanziaria e della gestione del risparmio, in modo da ampliare l'offerta per le imprese e da accrescere la concorrenza sul nuovo mercato delle emissioni societarie.

Il sistema delle deroghe. Con il comma. *5-bis* dell'art. 32 si introduce un compiuto sistema di deroghe volto ad integrare il contenuto dell'art. 1 della legge n. 43/1994.

In primo luogo, ai sensi del nuovo comma *2-quater*, in deroga a quanto previsto dal comma *2-bis*, lett. *a*) e *b*), dell'art. 32, si prevede che le società diverse dalle medie e dalle piccole imprese, come definite dalla citata raccomandazione 2003/361/CE della Commissione europea, possano rinunciare alla nomina dello *sponsor*. In altri termini, le cosiddette «grandi imprese non quotate», potranno decidere autonomamente se avvalersi o meno dell'ausilio di uno *sponsor* nel contesto delle operazioni di emissione di titoli di debito.

In linea con il comma precedente, il successivo comma *2-quinquies*, introduce, inoltre, la possibilità di derogare al requisito di cui al comma *2-bis*, lett. *b*) (obbligo per lo *sponsor* di mantenere nel proprio portafoglio, fino alla naturale scadenza, una quota dei titoli emessi), qualora l'emissione sia assistita, in misura non inferiore al 25% del valore di emissione, da garanzie prestate da una banca o da un'impresa di investimento, ovvero da un consorzio di garanzia collettiva dei fidi per le cambiali emesse da società aderenti al consorzio.

Infine, il comma *2-sexies* prevede che per un periodo di diciotto mesi dalla data di entrata in vigore della disposizione di cui al comma *2-bis*, lett. *c*), si può derogare all'obbligo, ivi previsto, di certificazione del bilancio, qualora l'emissione sia assistita, in misura non inferiore al 50% del valore di emissione delle cambiali, da garanzie prestate da una banca o da un'impresa di investimento, ovvero da un consorzio di garanzia collettiva dei fidi per le cambiali emesse da società aderenti al consorzio. In tal caso la cambiale non può avere durata superiore al suddetto periodo di diciotto mesi.

Dematerializzazione delle cambiali finanziarie. Il comma 7 dell'art. 32 introduce nella legge n. 43 del 1994 l'art. *1-bis*, fornendo la possibilità, finora esclusa, di emettere le cambiali finanziarie anche in forma dematerializzata, posto l'obiettivo di favorirne la circolazione, lo scambio e la liquidabilità tra gli operatori del mercato. In questo caso, c'è una procedura specifica da rispettare.

L'emittente deve rivolgersi esclusivamente ad una società autorizzata alla prestazione del servizio di gestione accentrata di strumenti finanziari, attraverso tempi e modalità descritti nel comma 7. A questa deve inviare una richiesta con la pro-

messa incondizionata di pagare alla scadenza le somme dovute ai titoli delle cambiali (che risultano dalle scritture contabili degli intermediari).

Nello specifico, la richiesta deve contenere:

- a) l'ammontare dell'emissione;
- b) l'importo di ogni singola cambiale;
- c) il numero delle cambiali;
- d) l'importo dei proventi, totale e suddiviso per singola cambiale;
- e) la data di emissione;
- f) gli elementi specificati nell'art. 100, comma 1, nn. da 3 a 7, del regio decreto 14 dicembre 1933, n. 1669 (quindi indicazione della scadenza, del luogo di pagamento, nome di colui al quale o all'ordine del quale deve farsi il pagamento, data e luogo in cui il vaglia è emesso, sottoscrizione dell'emittente);
- g) le eventuali garanzie a supporto dell'emissione, complete di identità del garante e ammontare della garanzia;
- h) l'ammontare del capitale sociale versato ed esistente alla data dell'emissione;
- i) la denominazione, l'oggetto e la sede dell'emittente;
- l) l'ufficio del registro al quale l'emittente è iscritto.

Le cambiali in questione, per renderne sempre più diffuso l'utilizzo, si intendono esenti dall'imposta di bollo prevista all'art. 6 della tariffa allegata al d.P.R. 26 ottobre 1972, n. 642.

Trattamento fiscale delle obbligazioni e delle cambiali finanziarie. Il provvedimento (commi 8, 9, 10) allinea poi il regime fiscale delle obbligazioni e dei titoli similari emessi da società non quotate a quello più favorevole delle società quotate per evitare abusi e arbitraggi fiscali. In tal modo si rende neutrale la scelta fra diverse tipologie di strumenti di credito: obbligazioni, cambiali finanziarie e prestiti bancari.

Sicché, al fine di rendere efficiente anche per gli investitori stranieri la possibilità di sottoscrivere le obbligazioni, allineando la nostra normativa a quella dei principali Paesi dell'Unione europea, si estende l'esenzione da ritenuta, che il d.lgs. n. 239 del 1996 prevede per le obbligazioni emesse dai cosiddetti «grandi emittenti» (banche e società quotate), anche alle obbligazioni emesse dalle società di cui al comma 1. Nel dettaglio, si prevede che la parziale ineducibilità degli interessi non si applichi nel caso in cui le obbligazioni e le cambiali finanziarie, emesse da società non emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, diverse dalle banche e dalle micro-imprese, siano sottoscritte da investitori qualificati che non siano soci della società emittente. Inoltre, viene estesa l'esenzione da ritenuta anche alle obbligazioni emesse dalle società non emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati o in

sistemi multilaterali di negoziazione, diverse dalle banche e dalle micro-imprese, a decorrere dalla data di entrata in vigore del presente decreto-legge.

Le spese di emissione delle cambiali finanziarie, delle obbligazioni e dei titoli simili sono deducibili nell'esercizio in cui sono sostenute indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio.

È stata eliminata, in sede di conversione, la previsione (*ex* comma 12, ora abrogato) con cui si introduceva in capo all'emittente l'obbligo di comunicazione entro trenta giorni all'Agenzia delle entrate dei dati relativi alle emissioni di titoli di debito e simili non negoziati su mercati regolamentati, con finalità di monitoraggio antielusione.

19.2. OBBLIGAZIONI PER PMI (“MINIBOND”)

L'art. 32 del “dl crescita”, oltre a riformulare la disciplina delle cambiali finanziarie, introduce la possibilità per le società non emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, diverse dalle banche e dalle micro-imprese, di emettere obbligazioni “**ibride**”, in cui siano previste **clausole di partecipazione agli utili** e/o di **subordinazione**, purché con scadenza uguale o superiore a trentasei mesi (art. 32, comma 19).

La **clausola di partecipazione** regola la parte del corrispettivo che spetta al portatore del titolo, commisurandola al risultato economico dell'impresa. Tali obbligazioni vengono, pertanto, assoggettate alla disciplina del codice civile che le assimila a strumenti di patrimonializzazione, potendo prevedere una remunerazione in parte fissa e in parte variabile (nella forma di remunerazione commisurata al risultato economico dell'esercizio dell'impresa). Tale somma (parte variabile) è proporzionata al rapporto tra obbligazioni partecipative in circolazione e capitale sociale, aumentato della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato (art. 32, comma 21). Come specificato nel comma 22, le regole di calcolo della parte variabile del corrispettivo sono fissate all'atto dell'emissione, non possono essere modificate per tutta la durata del prestito, sono dipendenti da elementi oggettivi e non possono discendere, in tutto o in parte, da deliberazioni societarie assunte in ciascun esercizio di competenza. Infine, la variabilità del corrispettivo riguarda la remunerazione dell'investimento e non si applica al diritto di rimborso in linea capitale dell'emissione (comma 23).

La parte fissa del corrispettivo riconosciuto al portatore del titolo non può comunque essere inferiore al tasso ufficiale di riferimento *pro tempore* vigente. È prevista, inoltre, una sorta di cedola annuale, che va versata entro 30 giorni dal bilancio

Attraverso la clausola partecipativa il titolo consente, quindi, di modulare gli esborsi finanziari in funzione dei risultati d'impresa, favorendo la sostenibilità delle fasi di rapida crescita o di ristrutturazione, in cui i flussi di cassa possono essere sotto tensione per investimenti e per ricostituzione dei margini operativi. La **clausola di subordinazione**, contenuta nel regolamento del prestito, definisce inoltre i termini di postergazione del portatore del titolo rispetto ai diritti degli altri creditori della società che hanno la precedenza, ad eccezione dei sottoscrittori del solo capitale sociale. In tal modo si rafforza la struttura finanziaria dell'impresa tutelando meglio le ragioni creditorie dei clienti e dei fornitori, nonché dei creditori ordinari e garantiti. Al riguardo il comma 20 dell'art. 32 precisa che *<Alle società emittenti titoli subordinati si applicano le norme di cui all'articolo 2435 del codice civile. Le emissioni di obbligazioni subordinate rientrano tra le emissioni obbligazionarie e ne rispettano i limiti massimi fissati dalla legge>*.

La *ratio* della disposizione è quella appunto di consentire, tramite la clausola di subordinazione, un rafforzamento del capitale senza intaccare l'equilibrio societario e proprietario, mantenendo la coesione e la determinazione dell'assetto di comando aziendale. Senz'ombra di dubbio si è in presenza di una novità assoluta e soprattutto di uno strumento che potrebbe agevolare molti processi di vera ristrutturazione o di ingresso di capitali "vaganti" di privati in imprese anche di piccola dimensione.

Anche per le obbligazioni partecipative subordinate è prevista la presenza di uno *sponsor*: è lecito domandarsi, a tal proposito, a cosa serva se, come ritiene la maggior parte degli osservatori, si tratta di operazioni molto vicine a quelle di *private equity* e per imprese medio-piccole.

Il regime tributario. Qualora l'emissione con clausole partecipative contempli anche la clausola di subordinazione e comporti il vincolo a non distribuire capitale sociale (se non nei limiti dei dividendi sull'utile d'esercizio) per l'intera durata dell'emissione, la parte variabile del corrispettivo costituisce oggetto di specifico accantonamento per onere nel conto dei profitti e delle perdite della società emittente (trattasi pertanto un costo) e, ai fini dell'applicazione delle imposte sui redditi (Ires), è computata in diminuzione del reddito dell'esercizio di competenza, in deroga all'art. 109, comma 1, lett. *a*), del Tuir. Dunque, ad ogni effetto di legge gli utili netti annuali si considerano depurati da detta somma. La parte variabile del corrispettivo, inoltre, non è soggetta alle norme in materia di usura.

Il provvedimento in oggetto, infine, modifica il comma 5 dell'art. 2412 del codice civile prevedendo che i limiti all'emissione per le società per azioni fissati

dallo stesso articolo al primo comma (dove si parla di limite pari al doppio del patrimonio netto) e al secondo comma (superamento del limite se le obbligazioni sono sottoscritte da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale) non trovano applicazione nel caso di emissioni obbligazionarie destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni (art. 32, comma 26).

20. MERCATI FINANZIARI E PMI. LE INIZIATIVE A LIVELLO COMUNITARIO

Nel maggio 2010 è stato presentato dal ministro dell'Economia francese Christine Lagarde un prezioso Rapporto redatto da *Fabrice Demarigny*, ex segretario generale del CESR, destinato a sostenere la richiesta del Governo francese alla Commissione Europea di predisporre un nuovo quadro normativo volto a riannimare la quotazione di imprese di piccole e medie dimensioni sui mercati regolamentati (ed evitare la loro fuga dai mercati).

La Francia è, peraltro, all'avanguardia in questo campo, avendo già dato vita a una *disclosure* semplificata e a una *governance* più snella per le cosiddette *Vamp*, ossia gli emittenti di *Valeurs moyennes et petites*, e preme da tempo per introdurre specifiche esenzioni a livello comunitario sempre in tema di *governance* (i.e., esenzione dall'obbligo di istituzione del comitato sulla revisione di cui alla direttiva n. 2006/43/Ce, e dall'obbligo di diffondere le informazioni su governo societario e assetti proprietari di cui alla direttiva n. 2006/46/Ce).

Il rapporto formula ben venti raccomandazioni basate su alcuni principi chiave:

- a) creazione di una definizione di PMI quotata;
- b) rilassamento delle norme in tema di raccolta di capitali (prospetto semplificato) e di *disclosure*;
- c) regime agevolato per la presentazione delle situazioni contabili;
- d) applicazione Ifrs semplificati;
- e) incremento dei flussi di risparmio verso le PMI;
- f) creazione di una piattaforma paneuropea per accrescerne la liquidità (con le borse nazionali come punto di ingresso per l'ammissione alle negoziazioni su base domestica ed europea).

Come messo in luce da uno studio della Commissione europea, volto a misurare l'impatto sulle Ipo delle direttive in tema di mercati finanziari, il problema è attuale (e grave) in quanto, negli ultimi anni, nell'Unione Europea si è assistito a una costante diminuzione di nuove quotazioni e a un altrettanto costante aumento dei *delisting*.

Un fenomeno, questo, che colpisce anche il nostro Paese, se solo si considera che negli ultimi quindici anni il numero di società quotate è rimasto pressoché invariato: poco meno di 300 unità contro le 700 tedesche, le mille francesi e le 3mila inglesi.

La principale ragione della fuga, accanto alla situazione congiunturale certamente non favorevole, è stata individuata negli alti costi legati all'entrata e alla permanenza su di un mercato regolamentato, che sono oramai largamente percepiti, *in primis* dalle stesse PMI, come superiori (e dissuasivi) rispetto ai relativi benefici e, quindi, non giustificabili. La tendenza è stata, purtroppo, ancor più marcata per le *Small and Medium-sized Issuers Listed in Europe* (d'ora in poi anche "Smile"). Sono considerate "Smile" le imprese che abbiano raccolto meno di 75 milioni sul mercato o la cui capitalizzazione sia inferiore al 35% della capitalizzazione media. Ciò rappresenta un fattore estremamente negativo per l'economia nel suo complesso, considerato che per tali imprese il mercato dei capitali, soprattutto nel corso di una crisi finanziaria, rimane forse l'unica valida alternativa per accedere a forme di finanziamento a lungo termine. E ricordiamo che le piccole e medie imprese rappresentano il 99,8% dei 20 milioni di imprese non finanziarie dell'Unione Europea, impiegano il 67,4% della forza lavoro e, secondo dati della BCE, solo l'1% ha fatto appello al pubblico risparmio. In Italia, peraltro, le PMI sono oltre 4 milioni pari al 99,9% del totale e occupano circa l'80% degli addetti. Le *Smile* necessitano di un regime normativo proporzionato alle loro dimensioni, che comporti l'applicazione di oneri (e costi) minori. Oggi, sono soggette a una disciplina identica a quella applicabile alle *Blue Chip* e pertanto eccessivamente dispendiosa, e ciò sebbene, diversamente dalle *Blue Chip*, le *Smile* non siano portatrici di alcun rischio sistemico.

Inoltre, occorre tenere conto del fatto che le *Smile* sono state penalizzate dall'attuazione della direttiva Mifid, la quale ha portato a una concentrazione degli scambi e della liquidità sui titoli delle *Blue Chip* e sui relativi indici. Dagli ultimi dati disponibili, risulta che il 93% delle società quotate, costituito da emittenti a capitalizzazione ridotta, beneficia solo del 7% della liquidità, il che – sottolinea il "Rapporto Demarigny" – ha accentuato il rischio che si possa verificare, nel medio termine, una desertificazione dei mercati, che potrebbero ritrovarsi a essere composti unicamente da *Blue Chip*.

Per invertire la tendenza negativa, occorre (a breve) un intervento riformatore volto a favorire la raccolta di capitali da parte delle PMI e ciò soprattutto sui mercati regolamentati, che a differenza di quelli non regolamentati (i quali svolgono comunque una funzione più che meritevole quando ben organizzati e gestiti), offrono ancora maggiori garanzie quanto a tutela degli investitori e liquidità.

Sotto quest'aspetto, il 2012 può rappresentare un anno cruciale per innovare tale settore, in quanto è in fase di ultimazione la revisione della direttiva Prospetto, della direttiva *Transparency*, della direttiva sugli abusi di mercato e della Mifid. Merita un accenno la situazione degli Stati Uniti, ove il processo di semplificazione è partito da lungo tempo, nel 1992, e dove per ragioni analoghe alle *Small and mid caps* è stato concesso un regime agevolato in tema di *filing* e di informazione continua. Nel 2007 è intervenuta un'ulteriore *deregulation* (*Smaller Reporting Company Regulatory Relief and Simplification*), la quale, come messo in evidenza da una recente ricerca empirica rispetto al primo periodo di applicazione, ha avuto il pregio di sortire degli effetti netti più che positivi per gli emittenti interessati. È stato rilevato, tra l'altro, che le imprese di minori dimensioni preferiscono adottare un regime informativo attenuato – il che fa ritenere che la riduzione dei costi di produzione delle informazioni rappresenti un elemento di rilievo - e che il livello di indebitamento è (positivamente) correlato all'adozione di una *disclosure* semplificata: le imprese maggiormente indebitate con il sistema bancario tendono a diffondere minori informazioni al mercato in quanto i creditori hanno comunque accesso alle informazioni di cui necessitano.

La speranza è che le raccomandazioni indicate nel “Rapporto *Demarigny*” siano senza indugio prese in considerazione dalla Commissione europea e, successivamente, da parte del Parlamento europeo e del Consiglio e che venga creato in tempi brevi un ambiente di quotazione funzionale alle piccole e medie imprese. Come messo in luce dallo stesso *Demarigny*, la protezione degli investitori non viene in alcun modo scalfita dalle numerose raccomandazioni formulate nel rapporto, che sono anzi modellate avendo proprio a mente la tutela del mercato. Si pensi alla richiesta di avere prospetti più chiari, precisi e coincisi, in modo da agevolare le scelte di investimento o di istituire gestori professionali dedicati a tale segmento, che possano favorire e filtrare l'incontro tra domanda (risparmiatori) e offerta (*Smile*). Occorre anche considerare, in ogni caso, che le *Smile* interessate dal regime agevolato rappresentano poco meno del 7% della capitalizzazione e degli scambi a livello comunitario e perciò non rappresentano né un rischio di mercato né un rischio sistemico. Peraltro, non si può non notare che il numero di imprese di piccole e medie dimensioni revocate dal listino dal 2001 a oggi nel nostro paese perché versano in situazioni di crisi finanziaria o patrimoniale non sembra destare eccessive preoccupazioni: si tratta di solo diciassette società, con un picco negli anni 2004 e 2005 in cui sono state revocate complessivamente dieci società.

20.1. L'AIM ITALIA

L'AIM Italia (Mercato Alternativo del Capitale) gestito da Borsa Italiana, nato il 1° marzo 2008, è dedicato alle piccole e medie imprese italiane ad alto potenziale di crescita (c.d. "Small caps"). Si tratta dell'accorpamento dei preesistenti AIM Italia e MAC, operato al fine di razionalizzare l'offerta dei servizi di negoziazione su strumenti emessi da questa tipologia di società. L'obiettivo è quello di far leva sull'esperienza già maturata in più di 15 anni dal mercato AIM inglese, tenendo ben presenti, allo stesso tempo, le specifiche esigenze del sistema imprenditoriale italiano emerse durante il periodo di funzionamento dei singoli AIM Italia e MAC.

Si ricorda che il 1° dicembre 2008 entravano in vigore i regolamenti del mercato AIM Italia, gestito da Borsa Italiana S.p.A., in attuazione degli accordi di integrazione tra quest'ultima e *London Stock Exchange Group*, siglati nel giugno 2007. Il mercato, pensato per le negoziazioni su titoli di emittenti medio piccole con un sistema più snello e meno oneroso di una quotazione di borsa, si proponeva di sfruttare anche in Italia l'esperienza già maturata da AIM UK, offrendo alle PMI in crescita un flusso addizionale e qualificato di investimenti in capitale di rischio proveniente anche dall'area inglese (riconosciuta come primo mercato in Europa per numero di fondi specializzati in PMI) e internazionale. Questa offerta risultava parallela a quella del MAC (Mercato Alternativo del Capitale), nato nel 2006 su iniziativa del mondo di banche e SIM.

Entrambi i mercati, nonostante l'esperienza sicuramente positiva per le imprese che vi hanno aderito, nel corso degli anni non sono riusciti a dare il contributo sperato, tenuto conto che nel 2011 la capitalizzazione delle imprese quotate risultata nel complesso di poco superiore a 600 milioni di euro, mentre gli scambi registrati nel corso del 2011, sempre su ambedue i mercati, sono stati compresi tra i 20 e i 30 milioni di euro.

Basti osservare, del resto, che l'AIM UK, oggi conta circa 14 imprese quotate, mentre il MAC ne presenta soltanto 10.

Come noto, tali mercati sono fortemente condizionati dai contenuti livelli di liquidità, nonostante la presenza della figura dello specialista, che nel continuo espone prezzi in acquisto e vendita sui singoli titoli; l'unica alternativa al fine di consentire il superamento del suddetto limite è senz'altro rappresentata dall'espansione del mercato, attraverso l'incremento delle imprese quotate e del numero d'investitori privati e istituzionali.

Si è proceduto così alla fusione delle due esperienze, al fine di razionalizzare l'offerta per le emittenti del settore PMI, nel tentativo di catturare il massimo

consenso nei confronti di questo strumento di *funding* da parte delle emittenti stesse, degli investitori e degli operatori. I vantaggi per le imprese sono di assoluto interesse: oltre a consentire un beneficio in termini di capitalizzazione, infatti, il nuovo mercato permette alle imprese in espansione che intendono quotarsi di disporre di un palcoscenico internazionale di assoluto rilievo, in grado di consentire a queste di potersi confrontare con i *competitors* di altri Stati.

Ciò ha comportato, tra l'altro, la revisione dei regolamenti del mercato AIM Italia, in modo da tener conto dell'esperienza del MAC e delle specifiche esigenze del sistema imprenditoriale italiano manifestatesi negli anni precedenti.

In sintesi, le PMI dispongono, per lo scambio dei loro titoli, di una specializzata platea di investitori internazionali, attraverso un mercato dai requisiti più leggeri rispetto a quelli necessari ad una società che intenda quotarsi su un mercato regolamentato.

Non è infatti richiesta una capitalizzazione minima della società ma solo un flottante di almeno il 10% (elemento, questo, che assicura, tra l'altro, ai proprietari dell'impresa, la possibilità di "aprirsi al mercato" senza perdere la maggioranza partecipativa).

Quanto alla documentazione contabile, l'emittente dovrà presentare, ai fini dell'ammissione sul mercato, soltanto l'ultimo bilancio, certificato da un revisore (non più gli ultimi tre, come richiesto dal precedente regolamento emittenti di AIM Italia), con l'ulteriore vantaggio, ora, di poter scegliere se adottare gli IFRS o i principi contabili italiani. Per essere ammessa all'AIM Italia, la società dovrà essere presentata al mercato da un *Nomad* (abbreviazione di "Nominated Adviser") che rilascerà a Borsa Italiana un attestato di appropriatezza dell'emittente (sulla base di uno schema standardizzato di *due diligence*). L'elenco dei soggetti abilitati a svolgere tale ruolo è consultabile presso Borsa Italiana.

Anche il "documento di ammissione", contenente le informazioni salienti sull'emittente, risulta maggiormente semplificato rispetto a quanto previsto dai precedenti regolamenti AIM.

I principali adempimenti post-quotazione per l'emittente sono: la redazione del bilancio e della relazione semestrale, il rispetto della normativa già prevista per le società quotate in tema di informazioni privilegiate e *price-sensitive*, il mantenimento di un operatore di mercato specialista per il sostegno della liquidità del titolo. Successivamente all'ammissione, il *Nomad*, che dovrà essere mantenuto in via continuativa dall'emittente, assicurerà a quest'ultima il supporto per osservare correttamente gli adempimenti richiesti dai regolamenti del mercato.

I titoli delle società ammesse saranno accessibili sia agli investitori istituzionali e professionali che ai *retail*. In particolare, la fase di collocamento sarà di norma riservata agli investitori istituzionali e professionali, mentre i *retail* potranno acquistare e vendere i titoli sul mercato secondario, ossia, attraverso gli intermediari abilitati dalla Consob, che dovranno rispettare le norme di comportamento previste dalla normativa MiFid. In ogni caso, secondo Borsa Italiana, la clientela *retail* con accesso ai titoli AIM Italia, dovrebbe essere costituita da soggetti finanziariamente “evoluti”, ossia con capacità patrimoniale e conoscenze finanziarie elevate.

21. CONCLUSIONI

Il quadro di insieme, sommariamente presentato, costituisce il contesto in cui occorre collocare, con maggiore precisione, il problema della ri-regolamentazione dell'industria finanziaria.

La stabilità attuale degli intermediari finanziari è in molti casi esogena, cioè dipendente dagli interventi pubblici di vario tipo, il cui rientro appare problematico poiché non si sa con ragionevole certezza se e in quale misura la «ri-privatizzazione» dell'industria bancaria possa re-innescare una dinamica di destabilizzazione ulteriore. Inoltre, l'equilibrio prospettico delle banche è insidiato dall'andamento delle perdite su crediti conseguenti alla recessione dell'economia reale. Si è quindi autoalimentato un effetto di consonanza fra crisi finanziaria e crisi reale che desta timori sostanziali.

Sullo sfondo, la possibilità che eventuali – come si sa, non impossibili – crisi del debito sovrano degli Stati e non improbabili alterazioni degli equilibri fra le principali aree valutarie agiscano come ulteriori fattori destabilizzanti. In breve, il percorso della normalizzazione, e del *derisking*, dei sistemi bancari appare ancora lungo, incerto e accidentato.

La storia delle crisi finanziarie si è arricchita di nuovi ed importanti episodi che hanno riproposto molti tratti della fenomenologia stilizzata in letteratura, aggiungendo elementi nuovi portati dalla globalizzazione dei mercati finanziari, quali l'intreccio tra gli aspetti creditizi e finanziari, il ricorso per fini speculativi a strumenti derivati e la crescente mobilità internazionale degli investimenti di portafoglio. Molte sono state le proposte formulate in seno agli organismi bancari e monetari sovranazionali (Fondo Monetario, Banca dei Regolamenti Internazionali, *Federeal Reserve*, Ecofin, Banca Centrale Europea) su nuove architetture finanziarie internazionali intese a prevenire e a meglio controllare le crisi.

Superando generalizzazioni e schematismi, la crisi finanziaria ha completamente modificato lo scenario preesistente, moltiplicando a catena gli interventi pubblici di salvataggio e di sostegno al sistema bancario e finanziario, sebbene le politiche congiunturali attuate dai governi non sembrano aver considerato la reale condizione di fragilità strutturale del sistema. Gli interventi posti in essere appaiono indirizzati verso la correzione contingente delle conseguenze da essa derivanti, anziché operare una riforma alla radice. Questo approccio ha determinato una sostanziale inadeguatezza delle azioni intraprese, non del tutto capaci di sortire quei risultati, che si sarebbero invece ottenuti operando uno sforzo finalizzato ad irrobustire la struttura del sistema.

Gli strumenti utilizzati sono innovativi rispetto all'assetto di governo messo a punto a partire dagli anni 90 che ha visto un arretramento dello stato imprenditore e in contemporanea l'istituzione di un governo tecnico dell'economia incentrato sulle autorità indipendenti di regolazione.

Gli interventi pubblici nell'economia e i salvataggi rischiano di cambiare, in ogni caso, la concezione del rapporto tra Stato e imprenditore. Per quanto riguarda l'Italia, essi non appaiono del tutto coerenti con il suo assetto istituzionale, come si è formato a partire dalla Costituzione repubblicana e come ha trovato espressione soprattutto nella legislazione degli ultimi trenta anni. Gli indirizzi europei appaiono, invece, più mediati e condivisibili in quanto non sostengono l'idea dello "Stato minimo" e sembrano voler affermare che gli Stati devono tornare nell'economia, senza per questo voler cancellare le regole che tutelano la concorrenza.

Nasce da tali presupposti l'esigenza di caratterizzare come temporanei gli interventi, anzitutto i salvataggi che hanno comportato il passaggio in mano pubblica del capitale specialmente di intermediari e banche.

Le forti interdipendenze internazionali aggiungono un elemento di complessità in parte nuovo. La loro influenza tocca peraltro i meccanismi di contagio-propagazione più che le cause scatenanti sostanziali, che dipendono da fattori specifici di paese o di settore.

Le questioni in gioco si sono rivelate molteplici e il percorso ancora oggi non appare né concluso né agevole in quanto gli sforzi degli organismi internazionali verso il coordinamento delle regole e la fattiva collaborazione tra autorità trovano un freno nella miopica difesa di particolarismi nazionali.

Per chiudere queste brevi annotazioni, fatte con riferimento ad un contesto ancora in piena evoluzione, pare opportuno soffermarsi sulle prospettive per le banche - se non altro perché al centro, talvolta loro mal-

grado, degli eventi – con alcune considerazioni che possono avere anche un valenza più generale.

Se guardiamo a ciò che le banche - non tutte - sono state negli ultimi anni potremmo convenire che esse dovrebbero rivedere il modo di svolgere il loro mestiere.

Ritornando alla “banca antica”? Solo in parte. Occorre reagire alla difficilissima situazione in cui ci troviamo, ma non con una fuga all'indietro.

Questa crisi deve essere la molla per un salto evolutivo verso una “nuova banca”, certo facendo tesoro di tutte le esperienze passate ma coniugandole con una prospettiva di modernità. Indubbiamente molti errori sono stati commessi, ed è chiara la necessità che prima di tutto le banche recuperino una decisiva rifocalizzazione sul loro *core business*. Ma non solo le banche. Le *investment bank* ora vogliono reinventarsi come banche commerciali: non traspare un che di opportunistico in questa scelta? Forse è meglio che queste continuino a fare le banche d'investimento, ma in un modo “sano”, magari aiutate da una regolamentazione ed una vigilanza che, riconoscendo i propri errori e correggendo sé stessa, impedisca il ripetersi di quegli eccessi – di *leverage*, di concentrazione dei rischi, di sottopatrimonializzazione – oramai evidenti a tutti. Anche perché una economia moderna ha bisogno di buone *investment bank*.

La “nuova banca” non può e non deve tornare al modello dell'*originate and hold only* bensì deve evolvere in un equilibrato *originate and hold or (sometimes) responsibly distribute*.

La “nuova banca” non rinuncerà alla finanza, ma dovrà usarla meglio, ponendola a servizio del proprio *core business*, in un'ottica di ottimizzazione del suo complessivo portafoglio di *asset*, di stabilizzazione della dinamica del conto economico, di rafforzamento della propria solvibilità.

Le banche devono tornare a guardare ad un orizzonte più ampio - e non a quello scandito da scadenze contabili se va bene trimestrali – ed essere disposte a scalficare qualcosa in termini di ritorni promessi a favore della sostenibilità dei propri risultati e della solidità aziendale, anche nei confronti di eventi improbabili. E nessuno dovrà criticarle per questo!

Al fondo di tutto vi è un tema etico: coniugare la conduzione aziendale con l'interesse generale. Ogni azienda ha una *mission*, quella di conseguire eccellenti risultati economici, alla fine rappresentati dai freddi numeri del bilancio. Numeri dietro ai quali vive l'impegno profuso dalle persone, la capacità di stare sul mercato e di creare valore, di porre attenzione verso gli interessi di tutti gli *stakeholder*: non solo gli azionisti ma anche i clienti, i dipendenti, la società civile, l'ambiente ed il Paese.

Nella maniera in cui nascono i suoi numeri un'azienda può coniugare l'interesse generale e la corretta conduzione aziendale. Ogni soggetto economico deve poter avere a cuore l'interesse del proprio Paese, declinandolo secondo l'interpretazione del ruolo che ricopre. Nel caso di una banca ciò si traduce nella consapevolezza che si possono impegnare le energie di migliaia di persone al fine di rendere più moderno il sistema finanziario e con esso il tessuto imprenditoriale, se tale sforzo trova completa realizzazione all'interno di quello che possiamo per comodità definire interesse generale.

Se poggerà più saldamente su queste basi la "nuova banca" che uscirà dalla crisi rappresenterà un salto evolutivo di qualità.

Se lo stesso faranno tutti gli altri soggetti che, chi più chi meno, sono a vario titolo coinvolti dalla odierna tempesta abbiamo una speranza che ciò che stiamo vivendo oggi rimanga un "vecchio ricordo del passato".

Altrimenti, superata questa, prepariamoci alla crisi prossima ventura.

Bibliografia

Alpa G., *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura mondiale*, in *Riv. trim. dir econ.*, 2009, n. 2.

Amato G., *Se gli azionisti privati li difende meglio lo Stato*, in *Il Sole 24 Ore*, 22 marzo 2009.

Antonucci A., *Principio punitivo e tolleranza nella risposta europea alle crisi bancarie*, in *AGE*, 2010, n.1.

Barucci E. e Magno D., *Il propagarsi della crisi: svalutazioni, rischio liquidità, ricapitalizzazioni*, in Barucci E. e Messori M. (a cura di), *Oltre lo shock: quale stabilità per i mercati finanziari?*, Egea, Milano, 2009.

Boeri T. e Panunzi F., *Qualche volta ritornano: i banchieri di Stato*, in *LaVoce.info*, 16 ottobre 2009.

Borio C. e Drehmann M., *Towards an operational framework for financial stability: “fuzzy” measurement and its consequences*, in *BIS Working Papers*, n. 284, 2009.

Bruni F., *L'acqua e la spugna. I guasti della troppa moneta*, Egea, Milano, 2009.

Capriglione F., *Crisi a confronto (1929 e 2008). Il caso italiano*, Cedam, Padova, 2009.

Capriglione F., *Misure anticrisi tra regole di mercato e sviluppo sostenibile*, Giapichelli, Torino, 2010.

Cavallo B. e Di Plinio G., *Manuale di diritto pubblico dell'economia*, Giuffrè, Milano, 1983.

Cavazzuti F., *Nuovi confini per lo Stato assicuratore?*, in *www.astrid-online.it*.

Cera M., *Crisi finanziaria, interventi legislativi e ordinamento bancario*, in *Studi in onore di Francesco Capriglione*, II, Cedam, Padova, 2010.

Cesarini F., *Crisi e strumenti di intervento finanziario: il credito di ultima istanza*, in Cirenei M.T. e De Marin G.C. (a cura di), *Il sistema creditizio nella prospettiva del mercato unico europeo*, Giuffrè, Milano, 1990.

CONSOB, *La crisi del debito sovrano e le implicazioni per la stabilità sistemica*, Relazione per l'anno 2010, Roma, 2011.

De Laurentis G. e Maino R., *I rating interni durante e dopo la crisi: rapporti banca-impresa, vincoli regolamentari e modelli di business*, in *Bancaria*, 2010, n. 1.

Draghi M., *Banche e mercati: lezioni dalla crisi*, alla Foreign Bankers' Association, The Netherlands, 11 giugno 2008.

Elliott D.J., "Bad Bank", "Nationalization", "Guaranteeing Toxing Assets": *Choosing among the options*, Initiative on Business and Public Policy at Brookings, 30 gennaio 2009.

Falcone G., *Crisi finanziaria globale e interventi dello Stato a sostegno delle banche*, in Rispoli M. e Serrao d'Aquino P. (a cura di), *La banca e il cliente*, Giuffrè, Milano, 2011.

Fatás A. e Mihov I., *The Euro and the Fiscal Policy*, in Alesina A. e Giavazzi F. (a cura di), *Europe and the Euro*, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, 2010.

FMI, *Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity*, ottobre 2010.

FMI, *Quantifying Spillovers from High-Spread Euro Area Sovereigns to the European Union Banking Sector*, Global Financial Stability Report; settembre 2011.

Galasso A., voce *Finanziamenti pubblici*, in *Novissimo Digesto Italiano*, vol. III, Utet, Torino, 1982.

Giannini M.S., *Il finanziamento delle imprese con le risorse della collettività*, in *Giur. comm.*, 1977.

Giannini M.S., *Diritto dell'economia*, Il Mulino, Bologna, 1993.

Giglio V., *Gli aiuti di Stato alle banche nel contesto della crisi finanziaria*, in *Mercato concorrenza regole*, 2009, n. 1.

Gualandri E., *Crisi finanziaria: quali lezioni per le autorità di vigilanza*, in *Bancaria*, 2008, n. 10.

Giusti M., *Lo Stato finanziatore: politiche ausiliative delle attività produttive*, in *Diritto pubblico dell'economia*, Cedam, Padova, 1997.

Hellwig M., *Quo Vadis, Euroland? European Monetary Union between Crisis and Reform*, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, 2011, n. 11.

Impenna C., *Crisi di liquidità: i mercati interbancari e l'azione delle banche centrali*, in Barucci E. e Messori M. (a cura di), *Oltre lo shock. Quale stabilità per i mercati finanziari*, Egea, Milano, 2009.

Kindleberger C.P., *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*, Mcmillan, London, 1978, ed. it. *Euforia e panico. Storia delle crisi finanziarie*, Laterza, Roma-Bari, 1981.

Mottura P., *Crisi bancarie: un problema di governance?*, in *Bancaria*, 2008, n. 12.

Mottura P., *Lo strano caso di Northern Rock*, in *Banca Impresa Società*, 2010, n. 1.

Mussari G., *Come rafforzare il ruolo del mercato azionario italiano*, in *Bancaria*, 2011, n. 2.

Napolitano G., *Il nuovo Stato salvatore: strumenti di intervento e assetti istituzionali*, in *Giorn. dir. amm.*, 2009, n. 1.

Napolitano G., *L'intervento dello Stato nel sistema bancario e i nuovi profili pubblicistici del credito*, in *Giorn. dir. amm.*, 2009, n. 4.

Olivieri G. e Pezzoli A., *L'antitrust e le sirene della crisi*, in *AGE*, 2009, n. 1.

Onado M., *Crisi dei mercati finanziari e intervento statale*, in *Corr. giur.*, 2008, n. 4.

Panico C. e Purificato F., *European Policy Reactions to the Financial Crisis*, *Studi Economici*, 100(1), 2010.

Panico C. e Pinto A., *Regulation and the lobbying activities of the financial sector*, in Rispoli M. e Serrao d'Aquino P. (a cura di), *La banca e il cliente*, Giuffrè, Milano, 2011.

Rispoli Farina M., *Note a margine dei "Tremonti bond"*, in *Società*, 2009, n.6.

Rispoli Farina M., *La crisi dei mercati finanziari e la riforma dei sistemi di vigilanza. Europa ed Usa in bilico tra politiche di salvataggio e prospettive effettive di riforma*, in *Studi in onore di Francesco Capriglione*, II, Cedam, Padova, 2010.

Rotondo G., *Il controllo antitrust nel mercato finanziario*, ESI, Napoli, 2004.

Rotondo G., *La Banca del Mezzogiorno: poche luci... molte ombre*, in *Innovazione e diritto*, Newsletter n. 13/2009, 4 dicembre 2009.

Russo C.A., *Paese per paese come si salvano le banche*, in *Il Mondo sull'orlo di una crisi di nervi: Origini, Sviluppo, Responsabilità del Terremoto*, Pellizzon, Castelvecchi, Roma, 2009.

Russo C.A., *Così l'Italia aiuta le banche*, in *Il Mondo sull'orlo di una crisi di nervi: Origini, Sviluppo, Responsabilità del Terremoto*, book edited Pellizzon L., Castelvecchi, Roma, 2009.

Russo C.A., *La crisi della Northern Rock: un recente esempio di regulatory failure*, in *Banca Impresa Società*, 2009, n. 2.

Russo C.A., *Commissione Europea, aiuti di Stato alle banche e diritto societario: una difficile convivenza*, in *Banca Impresa Società*, 2009, n. 3.

Russo C.A., *Le riforme della regolamentazione dei rischi bancari: un'analisi comparata del sistema statunitense e di quello europeo*, in *AGE*, 2010, n. 1.

Russo C.A., *Bank Nationalizations in Italy: the IRI formula*, in *Theoretical Inquiries in Law*, 2012.

Sacco S. e Sapienza G., *I Fondi pubblici di garanzia per agevolare l'accesso al credito delle Pmi: un'analisi comparativa a livello territoriale*, in *Bancaria*, 2011, n. 3.

Sacco S., *Progetti inutili: la Banca per il Mezzogiorno*, in *LaVoce.info*, 16 novembre 2009.

Saccomanni F., *Conversione in legge del decreto-legge 24 marzo 2012, n. 29*, Audizione presso la Commissione 10a del Senato della Repubblica (Industria, commercio e turismo), Senato della Repubblica, Roma, 17 aprile 2012.

Santoro V., *Un tentativo di funzionalizzazione dell'impresa bancaria*, in *Banca Impresa Società*, 2010, n.1.

Serrani D., *Lo stato finanziatore*, Franco Angeli, Milano, 1971.

Solw R., *On the Lender of Last Resort*, in Kindleberger C. e Laffargue J. (a cura di), *Financial Crises*, Cambridge University Press, Cambridge, 1982.

Torchia L., *Il «finanziamento all'economia» ed i prefetti, ovvero dell'eterogenesi dei mezzi*, in *Giorn. dir. amm.*, 2009, n. 4.

Vella F., *La discarica chiamata Bad Bank*, in *LaVoce.info*, 3 febbraio 2009.

Venturi G., *Globalizzazione, interconnessione dei mercati e crisi finanziaria. Identificazione di possibili interventi correttivi*, in *BBTC*, II, 2009.