

IX CONVEGNO ANNUALE DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI
UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"
"PROBLEMI ATTUALI DELLA PROPRIETÀ NEL DIRITTO COMMERCIALE"
Roma, 23-24 febbraio 2018

GIUSEPPE ANTONIO POLICARO

I fondi di credito: un'opportunità per le piccole-medie imprese, un rischio (regolamentato) per gli investitori/proprietari collettivi

SOMMARIO: 1. All'origine del problema. - 1.1. Aspetti generali. - 1.2. Requisiti e caratteristiche dei fondi di credito. - 1.3. I fondi di credito puri e misti: le misure di favore - 1.4. Le agevolazioni fiscali. - 2. I fondi di mercato monetario. - 2.1. I *minibond* ed i fondi di *minibond*. - 3. Il fenomeno dei fondi di credito: i fondi di *private debt* negli USA. - 3.1. La situazione in Italia. - 3.2. Il caso Fondo Italiano d'Investimento. - 4. Prospettive. -

1. *All'origine del problema.*

Come è noto, nel nostro Paese si sta sviluppando, invero da non molto tempo, un quadro normativo volto a favorire il finanziamento alle piccole-medie imprese (PMI) anche da parte delle entità non bancarie¹. Il sistema bancario, infatti, incontra oggi sempre più difficoltà ad erogare prestiti alle PMI, sia per la presenza di un numero ormai non più sostenibile di crediti in sofferenza nei bilanci delle stesse banche, sia per regole più stringenti, che di fatto sono una conseguenza del primo aspetto,

¹ Le piccole-medie imprese sono tali (secondo le definizioni della UE) se con meno di 250 dipendenti, un valore di ricavi inferiore a 50 milioni di euro ed attivo inferiore a 43 milioni di euro. Cfr. Racc. 2003/361/CE, pubblicata sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea L 124 del 20 maggio 2003, 36. Nel 2015 più di 21,5 milioni di PMI nella UE rappresentavano il 99,8% delle imprese non-finanziarie, impiegando 89 milioni di persone e generando il 58% del PIL continentale.

tra cui sottolineare quelle relative all'accordo meglio conosciuto come Basilea III².

Obiettivo precipuo del legislatore (e in generale del sistema finanziario) è quindi il l'efficientamento e lo sviluppo del mercato del credito (soprattutto a favore delle piccole-medie imprese), posta una certa "ritrosia" derivante da diversi fattori che hanno condizionato, soprattutto in passato, sia la domanda che l'offerta di capitali.

Tra tali motivazioni è possibile menzionare - quantomeno per quanto concerne il periodo antecedente ai provvedimenti di cui si darà conto nel contributo - dal lato della domanda l'assenza di un mercato sviluppato di investitori istituzionali italiani (fondi, SICAV) e, al contempo, la scarsa presenza di investitori esteri interessati ad investire nel nostro Paese. Sul fronte dell'offerta, invece, si registrava la scarsa convenienza sotto il profilo fiscale dell'emissione di titoli di debito da parte delle imprese, oltre che gli elevati costi di quotazione e di permanenza sul listino delle obbligazioni, specialmente se comparati ad altri Paesi europei.

Nel proseguo si cercherà di dare conto di tali interventi, analizzando, in particolare, il fenomeno dei c.d. *credit funds* o fondi di *private debt* (così come sono classificati negli USA) e di come questi abbiano ricevuto beneficio, anche indirettamente, da altre disposizioni (si pensi, ad esempio, alle norme di favore previste per i *minibond* piuttosto che per i c.d. PIR); si tratta di fondi comuni di investimento la cui strategia è focalizzata nei finanziamenti erogati direttamente alle imprese, piuttosto che rivolta alla sottoscrizione di strumenti di debito da queste ultime emessi o, ancora, di altri strumenti finanziari di debito³. Tali fondi

² Il Comitato di Basilea sulla vigilanza bancaria ha recentemente approvato all'unanimità la revisione degli *standard* di liquidità, volta ad assicurare che il *Liquid coverage ratio (Lcr)* sia introdotto "senza creare scossoni all'organizzazione dei sistemi bancari nel finanziamento delle attività economiche". In particolare è stato stabilito che Basilea 3 entrerà in vigore a scaglioni, evitando così un'ulteriore stretta al credito. Sui nuovi requisiti disciplinati da Basilea 3, cfr. A. SIRONI, *Le proposte di Basilea 3 per la riforma del sistema di adeguatezza patrimoniale: un'analisi critica*, in *Bancaria*, 2010, III, 18 ss; per consultare gli *standard* stabiliti v., *Basel Committee on Banking Supervision, The response to the financial crisis: report to the G20*, 19 ottobre 2010; *Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, versione originale del 16 dicembre 2010 successivamente revisionata il 1° giugno 2011, entrambi presenti sul sito www.bis.org/bcbs/publications.

³ Il "fondo comune di investimento" è oggi definito dall'art. 1, comma, 1, lett. j), Tuf. Esso rientra tra i c.d. OICR, definiti dall'art. 1, comma, 1, lett. k), Tuf, e comprendente anche le

presentano quindi alcune caratteristiche riferibili, sia in termini di struttura giuridica, sia in termini di operatività, ai gestori che operano nel settore del c.d. *private equity*. Anche per tale motivazione, la sigla fondi di *private debt* è stata utilizzata, da un lato, per richiamare l'assonanza con il mondo del *private equity* e, dall'altro, per mettere in risalto la principale caratteristica dei nuovi attori, cioè l'investimento in titoli di debito o ibridi e non in capitale di rischio puro⁴: la strategia di investimento di tali fondi

Sicav, le Sicaf e gli OICR UE. Ai sensi di quanto previsto nella definizione normativa contenuta proprio nell'art. 1, comma 1, lett. k), del Tuf, la gestione collettiva del risparmio consiste nella "gestione in monte nell'interesse degli investitori ed in autonomia dai medesimi dei patrimoni investiti in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata" dei patrimoni raccolti. Con specifico riguardo invece alla funzione gestoria – attività che costituisce la "prestazione caratteristica" della gestione collettiva del risparmio a fianco di quella di natura "organizzativa" o "istitutiva" – si sottolinea come consista nella movimentazione dei patrimoni conferiti al "gestore" da parte dei soggetti gestiti, attraverso una serie di atti di investimento e disinvestimento, con una finalità di valorizzazione del patrimonio. Per approfondimenti v., E. GUFFANTI – P. SANNA, *Le quote di partecipazione ai fondi comuni*, in *Società*, 2017, 4, 468 ss. Rispetto all'attività di finanziamento svolta dai fondi, si evidenzia come la stessa potrà essere svolta solo nei confronti di soggetti non "consumatori" e nel rispetto della disciplina prevista per la trasparenza degli atti (ai sensi dell'art. 46-*quater*, Tuf) e comunque sotto assoggettamento ai poteri sanzionatori di cui al Tuf. Si rileva, inoltre, come la possibilità per i fondi di investimento di erogare finanziamenti sia comunque prevista dai Regolamenti UE n. 345 e n. 356 del 17 aprile 2013: il primo relativo ai fondi europei "per il *venture capital*" (c.d. EuVeCa), il secondo relativo ai fondi europei "per l'imprenditoria sociale" (c.d. EuSEF). Più in particolare, nella sua parte prescrittiva (art. 3, lett. e, punto ii), il Regolamento n. 345/2013 stabilisce che fra gli "investimenti ammissibili" sono senz'altro compresi i "prestiti garantiti e non garantiti concessi dal fondo per il *venture capital* qualificato a un'impresa di portafoglio ammissibile nella quale il fondo qualificato detiene già investimenti ammissibili, a condizione che non oltre il 30% dell'ammontare complessivo dei conferimenti di capitale e del capitale sottoscritto non richiamato del fondo per il *venture capital* qualificato, sia utilizzato per tali prestiti". Per approfondimenti, cfr. M. BIASIN – M. SCIUTO, *Il fondo di credito diretto* (direct lending fund), in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2016, 5, 538 ss.

⁴ Il *private debt* comprende un ampio spettro di strumenti con profili rischio/rendimento specifici: dal *minibond* c.d. *senior* (con rendimenti oggi del 3%-5%), al capitale ibrido (di solito finanziamenti c.d. *mezzanini*, ovvero a metà tra capitale di rischio e di debito, con rendimenti fino al 13-15%). Consente di offrire strumenti flessibili a supporto delle PMI e richiede per l'*origination*, la strutturazione e il monitoraggio un *mix* di competenze di *private debt* e di *private equity*. Esistono però alcune differenze tra queste due ultime

si concentra prevalentemente nella sottoscrizione di obbligazioni *corporate* (*bond* o *minibond*), obbligazioni convertibili, finanziamenti e strumenti finanziari partecipativi e, in via residuale, cambiali finanziarie.

Obiettivo del legislatore, sia interno che europeo, è quindi quello di sostituire almeno in parte il credito bancario predominante in Europa (dove il rapporto tra prestiti al sistema da parte di banche e di altri soggetti è pari ai 2/3, rispetto all'inverso degli USA)⁵, *in primis* poiché si ritiene che con una maggiore diversificazione sia possibile ridurre le implicazioni di rischio sistemico delle crisi del sistema finanziario nel suo complesso⁶. E' inoltre ipotizzabile che un numero crescente di soggetti presenti nel mercato del credito possa rallentare la contrazione della concessione di credito da parte delle banche - a seguito del noto restringimento dei requisiti patrimoniali - e, conseguentemente, un

fattispecie: mentre i fondi di *private equity* investono prioritariamente in strumenti finanziari di *equity* o *quasi-equity*, i fondi di debito finanziano a vario titolo l'impresa, non entrando (se non a seguito di eventuali operazioni di conversione, perlopiù nella circostanza in cui qualcosa sia andato storto) nel patrimonio dell'impresa. Purtuttavia, i regolamenti dei fondi di debito potranno mutuare ampiamente da quelli di *private equity* modelli operativi e schemi negoziali. Sul tema, cfr. P. CARRIÈRE, *I "fondi comuni di ristrutturazione" tra investimento, finanziamento e cartolarizzazione*, in *Riv. soc.*, 2016, 4, 718 ss. Sui fondi di *Private Equity* v. anche A. GERVASONI, *Come finanziare l'impresa. Oltre la banca: minibond, private equity, venture capital, crowdfunding e altri strumenti*, Guerrini Next, Milano, 2014; M. CARLOTTI, *Tecniche di private equity. Il fondo, le SPAC e l'origination. L'investimento. La gestione e il disinvestimento*, Egea, Milano, 2013.

⁵ Credito bancario europeo che peraltro si è fortemente ridotto in termini assoluti - ed in particolare in Italia - dal 2012 al 2014. Per maggiori indicazioni sulla situazione Italiana, cfr. *Banca d'Italia. Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*, luglio 2017, su www.bancaditalia.it/statistiche/index.html.

⁶ Dagli ultimi dati pubblicati dalla *task force* (*Global Shadow Banking Monitoring Report* dell'FSB del novembre 2014) risulta che l'intermediazione non bancaria con caratteristiche di *shadow banking* corrisponde, per i 25 paesi considerati, a circa il 60% del PIL in media (il 18% in Italia), rispetto all'intermediazione bancaria tradizionale (*deposit-taking institutions*) che "pesa" per circa il 222% del PIL in media (il 234% del PIL in Italia). In questi termini C. BARBAGALLO, *Lo shadow banking e la regolamentazione italiana*, 5 marzo 2015, intervento al NIFA - *New International Finance Association - World Finance Forum*, in <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2015/Barbagallo-050315.pdf>.

maggiore abbassamento degli *spread* sui finanziamenti applicati dagli stessi istituti⁷.

1.1. Aspetti generali.

Come è noto, secondo le previsioni degli artt. 1, comma 1, lett. j), e 36, comma 4 T.U.F., il fondo comune d'investimento costituisce un patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante; alla S.G.R. è attribuita quindi la titolarità formale del patrimonio segregato nel fondo, di cui i partecipanti ne dispongono la proprietà sostanziale⁸. Per tali motivazioni il fondo comune, così come affermato dalla Suprema Corte, può essere accostato ad altre ipotesi di separazione patrimoniale note all'ordinamento e, in specie, alla figura dei patrimoni destinati a uno specifico affare di cui all'art. 2447-bis, comma 1, lett. a), c.c.⁹

⁷ Cfr. G. GRANDE-G. GUAZZAROTTI, *Il finanziamento degli investimenti a lungo termine: iniziative in corso e principali linee di intervento*, in *Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza*, 238, settembre 2014, 8 ss.

⁸ Sia concesso rinviare, per una esatta configurazione dei fondi ad una dimensione più propriamente giuridica, a G. FERRI JR., *L'incapienza dei fondi comuni di investimento tra responsabilità patrimoniali e responsabilità per danni*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, 690 ss.; R. COSTI, *La struttura dei fondi comuni di investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. soc.*, 1968, 242 ss.

⁹ Nella sentenza n. 16605 del 10 luglio 2010 è possibile leggere che il patrimonio del fondo comune è caratterizzato dalla "esclusiva destinazione allo scopo d'investimento finanziario per il quale è stato costituito" al fine di "assicurare una tutela forte agli interessi degli investitori che al fondo partecipano", non diversamente da quanto accade in altre ipotesi contemplate dall'ordinamento, quali i patrimoni destinati ad uno specifico affare, di cui agli artt. 2447-bis e ss. Cfr. Cass., 10 luglio 2010, n. 16605, in *Giur. Comm.*, 2011, II, 1128, con note di Scano, *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, *ivi*, 1133; con note di Ghigi, *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento*, *ivi*, 1146; in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, II, 417, con note di Lemma, *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, *ivi*, 423, e di Gentiloni Silveri, *Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento. Novità recenti: tra giurisprudenza e legislazione*, *ivi*, 432; in *Giur.it.*, 2011, 331, con nota di Boggio, *Fondi comuni di investimento, separazione patrimoniale, interessi protetti e intestazione di beni immobili*, *ivi*, 333; in *Resp. civ.*, 2011, 124, con nota di Fantetti, *Separazione e titolarità del patrimonio nei fondi comuni di investimento*; in *Società*, 2011, 46, con nota di Brutti, *Fondo comune di investimento: oggetto o soggetto di diritto?*, *ivi*, 49. Sul tema, v. inoltre

La possibilità di concedere finanziamenti da parte dei fondi è peraltro ribadita anche dal d.l.18 del 14 febbraio 2016, convertito con modificazioni dalla l. 8 aprile 2016, n. 49 il quale, introducendo nella Parte II, Titolo III, del T.U.F. il nuovo Capo II-*quinquies*, rubricato “OICR di credito” (nuovi articoli da 46-*bis* a 46-*quater*), impatta positivamente sul nostro sistema bancario e finanziario, seppur non senza risvolti potenzialmente problematici¹⁰. In ogni caso, l’apertura a tali forme di finanziamenti (*rectius*: di finanziatori) in un periodo di stretta creditizia può comunque dar luogo al fenomeno, già noto a livello internazionale, del c.d. *shadow*

i contributi di P. FERRO-LUZZI, *Un problema di metodo: la “natura giuridica” dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass.15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Riv. soc.*, 2012, 751 ss.; S. CICCHINELLI, *Debito e responsabilità nella disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 579 ss.

¹⁰ In particolare, l’art. 46-*bis* del Tuf - rubricato “erogazione diretta di credito da parte di FIA italiani” - ribadisce che “i FIA italiani possono investire in crediti, a valere sul proprio patrimonio, a favore di soggetti diversi da consumatori, nel rispetto delle norme del presente decreto e delle relative disposizioni attuative adottate ai sensi degli articoli 6, comma 1, e 39”. Viene così sancita per legge la possibilità - peraltro già prospettata dal d.l. 91/2014, c.d. Competitività - che un OICR (tra cui anche i FIA, i fondi di investimento alterativi), possa impiegare il proprio patrimonio erogando credito diretto, e non solo rilevando crediti preesistenti. Ravvisando infatti incongruenze con il Testo Unico Bancario, molti fondi, antecedentemente al d.l. 18/2016, avevano preferito rilevare prestiti già concessi attraverso il sistema bancario per evitare il rischio di possibili contestazioni.

*banking*¹¹, fenomeno che in ogni caso le autorità bancarie hanno provato, negli anni ed almeno in parte, a regolamentare¹².

Si rileva, peraltro, come la presenza di altri operatori finanziari diversi dalle banche nel mercato domestico, a maggior se meno regolamentati, può aumentare la competitività e la flessibilità del sistema nel suo complesso, ma anche, evidentemente, elevarne i rischi.

Ad ogni modo, la disciplina italiana prefigura due categorie di fondi di investimento alternativi (FIA) di credito: la prima è costituita dai FIA che operano sul mercato secondario del credito (ovvero acquisendo da investitori istituzionali), investendo in crediti (o in "titoli rappresentativi di crediti") già esistenti ed erogati da terzi; la seconda è invece costituita da FIA che investono in crediti attraverso l'erogazione diretta del relativo finanziamento (c.d. fondi di credito diretto puri o *direct lending funds*).

1.2. Requisiti e caratteristiche dei fondi di credito.

Per i fondi di credito non sono previsti particolari requisiti riguardo alle caratteristiche "tipologiche" che debbono presentare; e infatti, non risultano individuate precise "categorie" di fondi rispetto alla tipologia di beni in cui il patrimonio risulta investibile, piuttosto che alla filosofia

¹¹ L'espressione *Shadow Banking System* è stata introdotta per la prima volta da P. McCulley, *Teton Reflections*, Global Central Bank Focus, Federal Reserve of Kansas City, Jackson Hole Economic Symposium, August/September, 2007: si tratta di quel complesso di mercati, istituzioni e intermediari che erogano servizi bancari senza essere soggetti alla relativa regolamentazione. Sul tema, cfr. *Financial Stability Board, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*, 27th October 2011. Si segnala, in ogni caso, come in Italia prevalga il tradizionale orientamento giurisprudenziale secondo cui la violazione della riserva bancaria possa configurarsi anche ove in concreto ricorra una singola operazione di finanziamento (cfr., da ultimo, Cass. 18 febbraio 2015, n. 28820). In generale, sembra che nel nostro ordinamento si tenda a seguire l'indirizzo dell'ESMA (cfr. parere ESMA/2016/596 dell'11 aprile 2016, "Key principles for an European framework on loan origination by funds, di cui più avanti nel contributo meglio si dirà), per cui anche il c.d. *shadow banking*, presentando rischi sistemici, debba essere oggetto di regolamentazione e vigilanza.

¹² Cfr. P. CARRIÈRE, I "fondi comuni di ristrutturazione" tra investimento, finanziamento e cartolarizzazione, in *Riv. soc.*, 2016, 4, 726.

gestoria perseguita¹³. Una classificazione di massima degli OICR emerge solo dal Regolamento MEF, a sua volta implementato dalla disciplina di vigilanza di cui al Regolamento GCR¹⁴.

Si sottolinea, inoltre, come proprio il Regolamento MEF - ribadendo la possibilità che un OICR possa investire anche, fra gli altri possibili beni, in "crediti, anche erogati direttamente" - precisi che soggetti di tali attività possano essere solamente gli OICR di investimento alternativo (FIA) chiusi. Esso esclude infatti sia gli OICR "armonizzati" (art. 7, comma 1°), che i FIA aperti (art. 8), prevedendo espressamente (art. 10, comma 1°) che debbono istituirsi "in forma chiusa i FIA italiani il cui patrimonio è investito, nel rispetto dei limiti e dei criteri stabiliti dalla Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 6, comma 1°, lett. c), del Tuf, nei beni previsti dall'articolo 4, comma 1, lettere d), e), e f)"¹⁵.

Nulla è però indicato riguardo alla circostanza se tali fondi, oltre ad essere chiusi, debbano altresì essere riservati (ovvero sottoscrivibili solo da "investitori professionali" ai sensi dell'art. 14, comma 1°). Tale possibilità appare invero corroborata dallo stesso Regolamento GCR, ove si prevede la possibilità che i fondi non riservati possano investire anche "in crediti erogati a valere sul patrimonio della OICR" (Sezione V, par. 1, lett. e).

Si segnala, in ogni caso, come oggi in Italia i pochi fondi di credito esistenti siano partecipati, probabilmente per la novità della disciplina e comunque per l'accentuato grado di rischio, solo da investitori istituzionali.

¹³ Tranne che in poche fattispecie particolari. Si può pensare, ad esempio, al caso di un FIA immobiliare che detenga in portafoglio anche crediti (eventualmente erogati in connessione alla propria attività *core*) e che sarebbe in astratto soggetto all'applicazione simultanea di due diversi regimi relativi ai limiti di leva finanziaria, corrispondenti a quello ordinariamente applicabile ai FIA immobiliari e a quello relativo ai FIA di credito (oltre che a un divieto, difficilmente razionalizzabile per un FIA immobiliare, di investire in strumenti derivati speculativi). Cfr. E. GUFFANTI, P. SANNA, cit. (nt.14), 860 ss.

¹⁴ Si tratta delle nuove Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia, ovvero del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio adottato dalla Banca d'Italia con Provvedimento del 19 gennaio 2015 (c.d. "Regolamento GCR"). In particolare tale regolamento prevede "divieti e norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio" (Titolo. V, cap. III), secondo cui sono stabiliti alcuni vincoli rispetto alla concentrazione delle operazioni di finanziamento degli OICR.

¹⁵ Cfr. M. BIASIN - M. SCIUTO, cit. (nt.3), 539 ss.

1.3. I fondi di credito puri e misti: le misure di favore.

Sebbene a livello normativo l'acquisto di crediti sia tradizionalmente considerato a tutti gli effetti attività di "concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma"¹⁶, si evidenzia come le due diverse attività (da una parte concessione e, dall'altra, acquisto di credito già originato) sollevino esigenze di tutela diverse, che paiono essere forse meno pressanti nel caso dei fondi che acquistano crediti già esistenti¹⁷.

D'altro canto, le regole previste dagli art. 46-*bis*, 46-*ter* e 46-*quater* Tuf, ancorché applicabili ai soli fondi di credito diretto, sono nella pratica adottate da ogni FIA di credito, posto che difficilmente verrà scelta l'opzione di investire solo in finanziamenti cartolarizzati. La maggior parte di tali fondi sono quindi da considerarsi misti o, utilizzando la definizione impiegata nel settore finanziario, di *private debt*. Si tratta cioè di fondi che investono il proprio patrimonio concedendo finanziamenti direttamente ai prenditori, purtuttavia non precludendosi la possibilità di acquisire crediti sul mercato secondario, ragion per cui necessitano, ovviamente, delle stesse autorizzazioni previste per i soli fondi di credito diretto (c.d. puri).

Tale distinzione non è peraltro sconosciuta, essendo già presente nel nostro ordinamento ai sensi del d.m. 30/2015 emanato dal Ministero dell'economia e delle finanze (in luogo del precedente d.m. 228/1999)¹⁸.

In definitiva, anche a livello di normativa secondaria, era confermata - così come oggi lo è ai sensi degli articoli da 46-*bis* a 46-*quater* Tuf - la possibilità

¹⁶ Utilizzando la terminologia prevista nel d.m. 53 /2015.

¹⁷ Prima dell'intervento legislativo di cui al d.l. 18/2016 non era dato rinvenire alcun indice di una differenziazione stante l'estrema lacunosità della disciplina. La rubrica delle citate disposizioni si riferisce infatti alla "erogazione diretta di crediti da parte di FIA italiani"; il tenore letterale, interpretato alla luce del ricordato percorso di modifica della disciplina in esame, pare lasciare pochi dubbi in merito all'ambito di applicazione delle disposizioni contenute nei richiamati articoli. Ne consegue che le stesse non troveranno applicazione a quei FIA che operano esclusivamente sul mercato secondario. Cfr. E. GUFFANTI, P. SANNA, *I fondi di credito*, in *Società*, 2016, 7, 862.

¹⁸ Ovvero del c.d. regolamento attuativo dell'articolo 39 del Tuf, "concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli OICR italiani", alla luce del quale "il patrimonio dell' OICR può essere investito in una o più delle categorie dei seguenti beni: (...) e) crediti e titoli rappresentativi di crediti, ivi inclusi i crediti erogati a valere sul patrimonio dell'OICR" (art. 4, lett. e) (c.d. "Regolamento MEF").

che un FIA possa erogare crediti sia direttamente (ovvero mediante un'attività del suo gestore che converta la iniziale dotazione patrimoniale del fondo in situazioni giuridiche di credito destinate a realizzare gli *asset* previsti dal suo regolamento), sia in modo misto, ovvero affiancando alla modalità di investimento appena indicata acquistando crediti già "originati" in capo a terzi e rendendosene cessionario secondo la disciplina di diritto comune (art. 1260 e ss., c.c.) o, eventualmente, acquistandone sul mercato secondario secondo le regole in materia di cartolarizzazione, nelle forme e nei limiti da esse previste (c.d. *subparticipation*, di cui all'art. 7, l. 130/1999)¹⁹. Ciò con un significativo ampliamento, evidentemente, della stessa nozione (e relativa riserva di legge) di attività di gestione collettiva del risparmio e con conseguenti ricadute in termini di maggiore concessione del credito al sistema²⁰.

In ogni caso, in Italia l'agevolazione di nuove forme di raccolta di finanza da parte delle imprese è avvenuta *in primis* favorendo il ricorso ai c.d. *minibond* e successivamente aprendo direttamente a soggetti nuovi e diversi dalle banche e dalle società finanziarie la possibilità di erogare finanziamenti: società di cartolarizzazione²¹, imprese di assicurazione²² e fondi di investimento²³.

¹⁹ Cfr. M. SCIUTO - M. BIASIN, *Fondi di credito e fondi di minibond*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Il Mulino, Bologna, 2016, 358 ss.

²⁰ Su tale ampliamento oltre l'ambito del credito diretto, anche in rapporto alla correlativa erosione delle forme di investimento esercitabili in regime di diritto comune, v. l'ampia analisi di G. SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di "organismo di investimento collettivo del risparmio" a seguito della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. soc.*, 2015, 387 ss., ed in particolare 391, nt. 11.

²¹ Nelle forme e nei limiti previsti dall'art. 7, legge 130/1999. Si veda, sul tema, D. LA LICATA, *Commento all'art. 7, comma 1°, lettera b). La cartolarizzazione e i fondi comuni di investimento*, in *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, a cura di Ferro - Luzzi e Pisanti, Giuffrè, Milano, 2005, 477 ss.

²² Ai sensi dell'art. 114, comma 2-bis, Tub e del Provvedimento Ivass n. 22 del 21 ottobre 2014, modificativo del regolamento Isvap n. 36 del 2011. Secondo la prima norma richiamata, infatti, non configura esercizio nei confronti del pubblico "l'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma, diversa dal rilascio di garanzie, effettuata esclusivamente nei confronti di soggetti diversi dalle persone fisiche e dalle microimprese" da parte di compagnie di assicurazione italiane e di Sace, entro i limiti stabiliti dal d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209, c.d. Codice delle assicurazioni private..

²³ Tali attività finanziarie debbono tuttavia rispettare una serie di cautele: si pensi, ad esempio, all'applicabilità della disciplina dei contatti (in base all'art. 46-*quater* Tuf),

Altra misura di sostegno al settore è inoltre quella dettata dalla legge 232/2016, che come è noto ha introdotto i piani individuali di risparmio (c.d. PIR).

Ad ogni modo, tale approccio “di favore” nei confronti dei fondi (e degli altri soggetti diversi dalle banche) appare peraltro corroborato anche dalla blanda regolamentazione prudenziale a cui sono soggetti, diversamente da quanto avviene proprio per le attività bancarie; d’altro canto ben differenti sono pure i profili di rischio che i quotisti dei fondi si assumono²⁴.

Per l’attività di erogazione diretta di crediti, infatti, per i fondi è prevista la sola partecipazione alla centrale dei rischi ed una serie di segnalazioni periodiche alla Banca d’Italia, senza invece doversi avvalere - come previsto per altri investitori - dell’ausilio di una banca per l’individuazione e l’assegnazione del profilo di rischio dei prenditori dei finanziamenti²⁵.

Più nello specifico, i FIA italiani (ed i FIA UE) di credito che operano in Italia devono assicurare il rispetto del Provvedimento del 29 luglio 2009 s.m.i. della Banca d'Italia concernente le "Disposizioni sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari". Al riguardo, gli

piuttosto che all’obbligo di dare un *rating* alle imprese finanziate (ai sensi dell’art. 8, comma 1-*bis*, Tuf). Invero, quantomeno rispetto all’obbligo del *rating*, tale scelta non risulta ancora ben segnalata dalla legislazione secondaria per quanto concerne i fondi. Ancora, non sono presenti regole circa l’applicazione ai fondi della disciplina dei tassi usurari o dell’anatocismo. Su quest’ultimo tema, cfr. P. CARRIÈRE, *La fine dell'anatocismo (bancario?)*, in *I contratti*, 2015, 1158.

²⁴ Invero, ai sensi dell’art. 10 del Tub “la raccolta di risparmio tra il pubblico e l’esercizio del credito costituiscono l’attività bancaria”. Si tratta comunque di una riserva per cui le banche risultano i soli soggetti autorizzati a svolgerla e che, conseguentemente, esclude gli investitori in fondi dal novero dei soggetti rientranti nella fattispecie richiamata dalla norma.

²⁵ Al riguardo, le compagnie assicurative e le società di cartolarizzazione debbono avvalersi della collaborazione di una banca o di un intermediario finanziario *ex art.* 106 Tub sia per le segnalazioni periodiche alla Banca d’Italia e la partecipazione alla centrale dei rischi, sia, soprattutto, per l’individuazione e la valutazione dei prenditori dei finanziamenti. Per tali enti è peraltro previsto che la banca o l’intermediario coinvolto trattenga un interesse economico nell’operazione di finanziamento pari ad almeno il 5% dello stesso e fino alla sua scadenza, il tutto al fine di gestire l’eventuale conflitto di interesse tra il soggetto preposto alla selezione degli affidati (che potrebbe “cannibalizzare” l’operazione) ed il soggetto erogante. Sul tema, cfr. M. BIASIN - M. SCIUTO, cit. (nt.3), 560 ss.

adempimenti ivi richiamati attengono principalmente agli obblighi in materia di: a) pubblicità e informativa precontrattuale; b) fogli informativi, documento di sintesi e contratti; c) indicatori sintetici di costo; d) comunicazioni periodiche alla clientela.

Inoltre e come accennato, in attuazione dell'art. 8 comma 1-*bis* del TUF, ciascun FIA di credito che opera in Italia deve registrarsi e partecipare alla Centrale Rischi, procedendo quindi - nel rispetto delle disposizioni regolamentari emanate dalla stessa Banca d'Italia - ad effettuare le opportune comunicazioni con riferimento ad ogni singolo rapporto di credito.

Si tratta di una serie molto contenuta di obblighi e vincoli, in particolare se confrontati con quelli previsti per gli istituti bancari; ciò poiché i fondi di credito raccolgono presso gli investitori il proprio patrimonio a titolo di capitale di rischio al fine esclusivo del suo impegno in crediti e non, come avviene per le banche, dai correntisti (i cui depositi, eventualmente investiti dalle stesse banche, devono essere maggiormente tutelati). La mancanza quindi di raccolta di risparmio presso il pubblico e l'assenza di un passivo di bilancio di natura monetaria giustifica il venir meno di una rigorosa vigilanza prudenziale, in particolare in termini di requisiti patrimoniali.

In definitiva e per tali motivazioni ai fondi di credito non è richiesto il rispetto dei requisiti patrimoniali previsti per le banche al fine di garantire una disponibilità di capitale in grado di assorbire gli eventuali rischi (Basilea 3 *in primis*) nonché dell'esigenza di mantenere riserve adeguate di liquidità, mancando l'ipotesi di dover rispettare le eventuali richieste di "prelievo immediato" da parte dei depositanti (gli investitori in fondi hanno piani di investimento mediamente non inferiori ai sette anni)²⁶.

Si segnala, infine, come i fondi di credito possano erogare finanziamenti diretti non solo ad imprese, ma anche al pubblico (sebbene non ai consumatori): ai sensi del d.m. 53/2015 del MEF, infatti, "l'attività di concessione di finanziamenti è da considerarsi nel confronto del pubblico qualora sia svolta nei confronti di terzi con carattere di professionalità".

1.4. Le agevolazioni fiscali.

²⁶ Cfr. Cfr. M. SCIUTO - M. BIASIN, cit. (nt.16), 385.

Il Legislatore ha fornito diversi impulsi utili al fine di rendere maggiormente appetibile il mercato italiano del credito da parte di soggetti non bancari (anche esteri), in particolare sotto il profilo fiscale.

Al riguardo si segnala come il già richiamato Decreto Competitività (d. l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito nella legge 11 agosto 2014, n. 116) disponga la piena esenzione da tassazione alla fonte sui pagamenti di interessi da parte di imprese italiane generati da finanziamenti a medio-lungo termine erogati da “enti creditizi stabiliti negli Stati membri dell’Unione europea enti individuati all’articolo 2, paragrafo 5, numeri da 4) a 23), della direttiva 2013/36/UE, imprese di assicurazione costituite e autorizzate ai sensi di normative emanate da Stati membri dell’Unione europea o investitori istituzionali esteri, ancorché privi di soggettività tributaria, di cui all’articolo 6, comma 1, lettera b), del decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239, soggetti a forme di vigilanza nei paesi esteri nei quali sono istituiti”²⁷.

Si sottolinea, peraltro, come tale esenzione alla fonte fosse in un primo tempo condizionata al rispetto delle disposizioni in tema di riserva di attività per l’erogazione di finanziamenti nei confronti del pubblico di cui al Testo Unico Bancario. Tale disposizione è invece stata successivamente prevista anche alle operazioni di finanziamento a medio-lungo termine poste in essere da OICR costituiti negli Stati membri dell’UE e negli Stati aderenti all’Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella c.d. *white list*²⁸.

I benefici di tali regole di favore sono inoltre applicabili anche ai successivi trasferimenti dei contratti di finanziamento e dei relativi crediti, unitamente al relativo pacchetto di garanzie. Al riguardo, infatti, non solo non sono da tassarsi gli interessi, ma anche le imposte d’atto per i trasferimenti sono da considerarsi in misura fissa; si vuole così favorire la circolazione sul mercato secondario degli *asset* con sottostante i crediti (compresi i c.d. *non performing loans*, rappresentati dai c.d. *asset backed*

²⁷ Cfr. art. 26, comma 5-*bis* del Decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600. La lista dei Paesi *white list* è invece individuata dal decreto ministeriale 4 settembre 1996, come di volta in volta modificato ed integrato.

²⁸ Tale disciplina di favore è peraltro applicabile anche dalle società di cartolarizzazione di cui alla legge 30 aprile 1999, n. 130, e dalle imprese di assicurazione costituite e autorizzate ai sensi di normative emanate da Stati membri dell’UE.

securities), evitando così, come avvenuto in passato, la scarsa convenienza fiscale al loro eventuale smobilizzo.

In definitiva, nessuna ritenuta risulta applicabile sugli interessi corrisposti ai FIA di credito a condizione che:

- a) i finanziamenti siano offerti ad imprese italiane con una scadenza contrattuale superiore a 18 mesi;
- b) gli stessi siano concessi da FIA, in quanto soggetti sottoposti a vigilanza e residenti in una giurisdizione c.d. *white list*;
- c) l'operazione risulti conforme alle leggi italiane in materia di concessione dei finanziamenti.

Alla luce di tali regole fiscali si dovrebbero quindi avere impatti positivi sia per il soggetto finanziatore, che intende smobilizzare la propria posizione, sia per il prenditore dello stesso, ove chi decide di investire è a conoscenza della possibilità di liquidare in futuro la propria posizione senza particolari aggravati tributari.

2. I fondi di mercato monetario.

I fondi di mercato monetario (Fmn) sono OICR di tipo aperto costituiti con l'obiettivo di offrire rendimenti in linea con i tassi di mercato monetario ed elevata diversificazione, il tutto in un'ottica di protezione del capitale investito. Investendo in strumenti finanziari a breve e brevissimo termine, incluse obbligazioni ad elevato *rating*, cartolarizzazioni ed, in taluni casi, azioni, essi possono rappresentare un'importante strumento di raccolta a breve e di finanziamento per le imprese (oltre che delle banche e dei governi)²⁹.

In Europa, la composizione e la struttura dei fondi presenti, mostra una rilevante interconnessione con il sistema bancario: secondo i dati della EFAMA (*European Fund and Asset Management Association*) oltre 1.000 miliardi di euro sono investiti in fondi monetari Europei (in prevalenza di

²⁹ Sul tema v. M. CAPPABIANCA, C. GOLLA, *I fondi di mercato monetario*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, IL Mulino, Bologna, 2016, 415 ss.

diritto Irlandese, 32%, francese, 30%, e lussemburghese, 26%), con investimenti in titoli di debito "corporate" pari all'8%³⁰.

Pur non essendo la sede per ulteriori approfondimenti al riguardo, si sottolinea come si discuta a livello Europeo del ruolo, degli assetti e delle garanzie che tali tipi di fondi di investimento potranno avere in futuro: se fossero ancor più valorizzati, anche in termini fiscali e, soprattutto, se fossero vincolati ad investire parte delle loro ingenti risorse in obbligazioni magari anche di PMI - la diversificazione in altri investimenti garantirebbe comunque un certo grado di sicurezza dei ritorni - sarebbero enormi gli effetti positivi sull'intero sistema finanziario.

2.1. I minibond ed i fondi di minibond.

I *minibond* sono obbligazioni o titoli di debito a medio-lungo termine emessi da società non quotate, tipicamente PMI, normalmente destinate a piani di sviluppo, a operazioni di investimento straordinarie o di rifinanziamento, permettendo così alle stesse di ridurre la dipendenza dal credito bancario³¹. Con questo strumento - come meglio si specificherà

³⁰ Cfr. <http://www.efama.org/SitePages/homepublications.aspx>

³¹ Sul tema cfr. A. MUNARI, *Impresa e capitale sociale nel diritto della crisi*, Giappichelli, Torino, 2014, 25 ss.; M. SARALE-R. RIVARO, *Le obbligazioni*, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da O. Cagnasso - L. Panzani, II, Zanichelli, Bologna-Roma, 2013, 226; A. GIANNELLI, *La disciplina in materia di obbligazioni emesse da società non quotate dopo il "Decreto per la Crescita"*, in *Riv. soc.*, 2012, 831 ss.; ID., *Le obbligazioni ibride tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, Egea, Milano, 2013, 97 e ss.; P. CARRIÈRE, *I minibond e le "nuove" obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, in *Società*, 2014, 183 ss. Quest'ultimo A. evidenzia la possibile applicazione, almeno parziale, della disciplina degli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2436, comma 6, c.c. ai *minibond*, aderendo all'impostazione di chi individua due classi di strumenti finanziari, quelli "partecipativi" e quelli "non partecipativi", così come inizialmente proposto da M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2003, I, 543 ss. e ID., *Le categorie speciali di azioni e strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società*, in *Studi sulla riforma del diritto societario, Studi e materiali, Quaderni del Cons. Naz. del Notariato*, Suppl. al fasc. 1/2004, Milano, 2004, 617 ss. e successivamente approfondita in M. NOTARI- A. GIANNELLI, *Art. 2346, commento al comma 6*, in M. Notari (a cura di), *Azioni*, in P. Marchetti - L. A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari (diretto da) *Commentario alla riforma delle società*, Egea, Milano, 2008, 82 ss. Pur non essendo questo il contesto per discutere di tali temi, non ritengo tale impostazione colga nel segno per quanto concerne i *minibond* (peraltro gli strumenti finanziari partecipativi

infra - le società possono quindi reperire fondi da investitori esterni fornendo in cambio titoli di credito in favore di chi desidera credere nel loro progetto³².

Come è noto, le normative di riferimento relative ai *minibond* in Italia sono contenute nel d.l. 22 giugno 2012 n.83 (c.d. "Decreto sviluppo") e nelle successive integrazioni e modifiche apportate dal d.l. 18 ottobre 2012 n.179 (c.d. "Decreto Sviluppo *bis*"), dal d.l. 23 dicembre 2013 n. 145 (c.d. "Decreto Destinazione Italia") e nel più recente d.l. 24 giugno 2014 n. 91 (c.d. "Decreto Competitività")³³.

possono essere emessi solo dalle S.p.a.), reputando peraltro che la dicotomia *equity / non equity* non sia stata modificata dagli ultimi interventi normativi e nonostante l'introduzione dell'art. 2346, comma 6, c.c. (tale articolo è infatti rubricato "emissione delle azioni"). Valutando invece condivisibile l'impostazione di chi ritiene riconducibile alla disciplina delle obbligazioni gli strumenti finanziari diversi dalle azioni, si rinvia per approfondimenti a G. FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in C. Montagnani (a cura di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Giuffrè, Milano, 2004, 77 ss.; P. SPADA, *Azioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Studi e Materiali del Consiglio Nazionale del Notariato*, 2004, 226 ss.; M. CIAN, *Gli strumenti finanziari di S.p.a.: pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 382 ss.

³² In Italia, quantomeno rispetto ai titoli di debito di cui all'art. 2483 c.c. previsti per le sole s.r.l., potrebbero sorgere problemi rispetto all'applicazione dell'art. 2467 c.c. in ipotesi i titoli siano sottoscritti dai soci e in cui, ovviamente, la società non rispetti l'equilibrio finanziario. Posto che quest'ultima norma posterga i finanziamenti dei soci "in qualsiasi forma effettuati" se concessi in un momento di tensione finanziaria della società, la sottoscrizione dell'investitore istituzionale in un primo momento, seguita dall'acquisto da parte del socio successivamente, potrebbe probabilmente essere interpretata come un'interposizione fittizia, soprattutto nel caso in cui i titoli siano destinati ad essere trasferiti esclusivamente ai soci. Al riguardo, v. O. CAGNASSO, *Le società a responsabilità limitata*, in G. Cottino, (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Cedam, Padova 2007, 351 ss.

³³ L'art. 32, comma 26°, del Decreto Sviluppo ha modificato l'art. 2412, comma 5°, c.c., introducendo il superamento dei limiti all'emissione obbligazionaria da parte della società per azioni, fissati dal comma 1° dello stesso articolo (*i.e.* pari al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato) e dal comma 2° (*i.e.* superamento del suddetto limite nel caso in cui le obbligazioni siano sottoscritte da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale), prevedendo che gli stessi non trovino applicazione (*i*) nel caso di emissioni obbligazionarie destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione nonché (*ii*) per l'emissione di obbligazioni che diano il diritto di acquisire o sottoscrivere azioni. E' scomparso, pertanto, ogni riferimento ai soggetti - le società con azioni quotate in mercati regolamentati - che possono emettere obbligazioni per le quali non si applicano i primi due commi dell'art. 2412 c.c.,

E' pero il decreto destinazione Italia del 2013 a stabilire i principali vincoli ed elementi caratterizzanti l'emissione: gli emittenti devono essere società italiane diverse dalle banche e dalle micro imprese, cioè imprese il cui fatturato superi i 2 milioni di euro ovvero l'organico sia composto da almeno 10 dipendenti³⁴. Le emissioni, inoltre, al fine di essere considerate come *minibond*, devono avere importo inferiore a 500 milioni di euro³⁵.

La normativa intende quindi promuovere il *minibond* non come mero strumento di supporto alle imprese in crisi, bensì come un'opportunità di finanziamento sul mercato dei capitali per le imprese sane, con buone *performance* negli ultimi esercizi e con precisi programmi di crescita per i prossimi anni, che per motivi diversi decidono di fare a meno del credito bancario o, quantomeno, di integrarlo con strumenti di debito alternativi³⁶.

accogliendosi cioè il principio secondo cui, nel momento in cui il titolo risulti essere quotato, l'ulteriore requisito della quotazione anche della società emittente non appare essere di per sé una circostanza tale da aggiungere elementi di tutela per l'investitore. Si sottolinea, inoltre, come l'art. 32, comma 9°, abbia provveduto ad estendere il trattamento fiscale finora previsto solamente per i titoli obbligazionari emessi dai c.d. "grandi emittenti", disciplinato dal d.lgs. n. 239/96, anche agli interessi ed altri proventi delle cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli similari negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati membri dell'Unione Europea. In tali ipotesi, quindi, non si applicherà la ritenuta del 26% di cui all'art. 26, comma 1°, d.p.r. n. 600/73 sugli interessi ed altri proventi delle cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli similari.

³⁴ E' cioè la definizione di microimprese è stabilita dalla Racc. 2003/361/CE.

³⁵ Sull'argomento *minibond*, cfr. V. CANALINI, *i c.d. "mini-bond" e le "nuove" obbligazioni subordinate e partecipative ai sensi del decreto sviluppo*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2015, 2, 387 ss; P. CARRIÈRE, *I minibond e le "nuove" obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, in *Società*, 2, 2014, p. 187,

³⁶ I potenziali emittenti raggiungono un numero cospicuo, posto che in Italia operano più di 10 mila imprese con fatturato superiore ai 5 milioni e utili medi del 10 per cento e come tali sono pronte ad accedere a questo interessante mercato alternativo del credito. Al 31 dicembre 2016 l'Osservatorio sui *minibond* del Politecnico di Milano ha registrato 106 emissioni effettuate da 88 emittenti (21 più del 2015, 14 delle quali per la prima volta) per un controvalore di 3,5 miliardi di euro. La fascia più numerosa di emittenti si trova nel ventaglio tra 100 e 500 milioni di euro di fatturato, ma ci sono 40 società con fatturato inferiore a 40 milioni. Da novembre 2012 ci sono state 292 emissioni, di cui 245 con importo sotto 50 milioni. Il valore totale supera 11 miliardi. Nel campione totale, il 50% è sotto la soglia dei 5 milioni. Interessante è inoltre osservare come solo un quarto delle emissioni di *minibond* possa essere considerata *secured*: quando presenti, si tratta di ipoteche su beni, pegni sui titoli azionari dell'emittente, fidejussioni fornite da soggetti terzi. Nel 50% dei casi esistono comunque *covenant* sul debito concesso.

La sottoscrizione di queste obbligazioni è generalmente riservata a investitori istituzionali professionali ed altri soggetti qualificati: banche, imprese di investimento, SGR, società di gestione armonizzate, SICAV³⁷.

Non è da escludersi la possibilità che possano crearsi fondi che abbiano come oggetto esclusivo la sottoscrizione e negoziazione di *minibond*, non dissimili, da un punto di vista normativo, da qualsiasi altro fondo di credito. Tuttavia, con alcune differenze rispetto ad un finanziamento diretto: da un punto di vista operativo e sostanziale il fondo di *minibond* incontra restrizioni che per i fondi di debito in senso stretto non operano, potendo rivolgersi solo ad alcuni tipi di destinatari, ai sensi delle norme di cui *supra* si è dato conto; da un punto di vista giuridico, inoltre, si tratta di negoziare non una forma di credito diretto, bensì “cartolarizzato”, trovandosi a gestire beni rappresentati da strumenti finanziari, peraltro assicurati da uno *sponsor* esterno, che condivide in parte il rischio³⁸.

Il fondo di *minibond*, in definitiva, anche nel caso in cui effettui un finanziamento diretto - ovvero rendendosi primo prestatore delle cambiali finanziarie di nuova emissione - si trova a gestire *asset* rappresentati da titoli, che peraltro potranno essere custoditi anche da un depositario: l'investimento da parte del fondo di credito non è quindi effettuato su mere posizioni contrattuali di credito, ma su titoli che auspicabilmente potranno essere ceduti sul mercato secondario in modo agevole e senza dover aspettare, come usualmente accade per i crediti diretti, la scadenza del finanziamento per ottenerne la liquidazione³⁹.

Al riguardo, si segnala infatti come la quotazione dei *minibond* avvenga su una piattaforma elettronica dedicata, la ExtraMOT PRO, che non può in ogni caso essere considerata come mercato regolamentato ai sensi di MIFID⁴⁰. Si rileva, infine, come l'emissione di un *minibond* per molte

³⁷ Per approfondimenti cfr. *Circolare Assonime n. 39*, 16 dicembre 2013, 33 ss.

³⁸ Cfr. M. BIASIN - M. SCIUTO, cit. (nt.3), 549.

³⁹ Cfr. Cfr. M. SCIUTO - M. BIASIN, cit. (nt.16), 379.

⁴⁰ Il mercato ExtraMOT PRO nasce nel febbraio 2013 come segmento professionale del mercato ExtraMOT di Borsa Italiana in cui possono essere quotati *project bond*, obbligazioni, cambiali finanziarie e strumenti partecipativi. È quindi il listino ideale anche per i *minibond*. Tecnicamente non si tratta di un mercato regolamentato ai sensi della Direttiva MIFID, ma di un 'sistema di scambi organizzato' (*multilateral trading facility*) attivo con una piattaforma di negoziazione elettronica, con procedure di *settlement* automatiche, e comunque eleggibile per tutte le operazioni finanziarie bancarie verso la Banca Centrale Europea. Esso è accessibile, quindi, solo agli investitori

imprese possa rappresentare una tappa di avvicinamento alla quotazione sui listini azionari, quasi come un 'esercizio' in preparazione all'apertura di un canale relazionale con gli investitori presenti sul mercato diffuso. Non è un caso che un numero significativo di emittenti di cambiali finanziarie e obbligazioni siano anche iscritte al programma ELITE di Borsa Italiana, lanciato nel 2012 per supportare imprese eccellenti in tutte le fasi del proprio ciclo di vita affiancandole in un percorso di crescita per esprimere il loro potenziale⁴¹.

Tra i fondi di *minibond* ed i fondi di credito - sebbene entrambi rientranti nel novero dei c.d. fondi di investimento alternativi (FIA) - sussistono alcuni elementi che li caratterizzano e che contribuiscono a marcare le differenze fra loro.

Uno di questi è l'oggetto dell'investimento dei fondi: mentre i fondi di *minibond* investono in titoli di debito, i fondi di credito investono generalmente in contratti di finanziamento, ovvero in attività finanziarie non cartolari⁴². I fondi di credito, in definitiva, agiscono per lo più con gli stessi schemi utilizzati dalle banche, contrattando direttamente con i

istituzionali, intesi come i soggetti che rientrano nella definizione di clienti professionali ai sensi della dir. 2004/39/CE (c.d. Direttiva MIFID), all. II, parte 1 e 2. Il costo di ammissione per ogni strumento è di 2.500 euro (1.500 dal secondo anno) e non è previsto il c.d. *liquidity provider*. Oltre ai costi legali e di eventuali consulenti finanziari, la società emittente deve comunque avere un *rating* emesso da una società indipendente e la dematerializzazione dei titoli (attraverso un soggetto autorizzato quale la Monte Titoli) e richiedere a Banca d'Italia l'attribuzione di un codice ISIN, ovvero di un codice identificativo universale associato ai titoli. In particolare nel novero dei requisiti per l'ammissione rientrano (i) la pubblicazione del bilancio degli ultimi due esercizi annuali di cui l'ultimo sottoposto a revisione legale e (ii) la pubblicazione di uno dei seguenti documenti in via alternativa: la disponibilità di un documento informativo redatto dall'emittente secondo le linee guida di cui al Regolamento ExtraMOT, oppure la pubblicazione di un prospetto ai sensi del reg. CE n. 809/2004, come successivamente modificato, o ancora la presentazione di un documento d'offerta di cui all'art. 102 Tuf.

⁴¹ Il programma ELITE offre azioni di formazione e di affiancamento attivo, aprendo l'accesso a un *network* di investitori istituzionali attraverso il *London Stock Exchange Group*, in preparazione - anche ma non esclusivamente - alla quotazione in Borsa. ELITE alla fine del 2016 ha coinvolto 483 imprese (di cui 303 italiane) con piani ambiziosi di crescita e motivate ad affrontare scambi culturali, organizzativi, comunicativi, di *governance* e manageriali necessari per attrarre finanziatori italiani ed esteri. Cfr. *Osservatorio sui minibond. 3° Report italiano sui minibond*, Milano, 2017, 25.

⁴² Cfr. M. SCIUTO - M. BIASIN, cit. (nt.16), 382 ss.

prenditori il finanziamento eventualmente concesso; spesso tali finanziamenti risulteranno strutturati per sostenere operazioni straordinarie e, comunque, in affiancamento agli investimenti effettuati da altri investitori istituzionali (generalmente altri fondi di *private equity*)⁴³ e con conseguenti rendimenti richiesti mediamente più alti rispetto a quelli domandati dal sistema bancario. Ciò anche perché i finanziamenti concessi dai fondi di credito sono solitamente concentrati su un numero ridotto di operazioni - sebbene di importi rilevanti - e quindi considerati maggiormente rischiosi (e di conseguenza da doversi maggiormente remunerare).

3. Il fenomeno dei fondi di credito: i fondi di private debt negli USA.

Nel panorama statunitense sono già noti ed operanti fondi di *direct lending*, che propongono quale oggetto del loro investimento prestiti da essi generati o rilevati da terzi⁴⁴.

Tali fondi, a seguito della modifica effettuata dal Congresso all'*Investment Company Act* del 1940 per facilitare il finanziamento alle PMI, hanno un particolare *status* giuridico: sono veicoli a capitale permanente che prendono il nome di *Business Development Company*, BDC e possono anche essere quotati in mercati regolamentati quali il NYSE e Nasdaq⁴⁵.

⁴³ Molti di questi finanziamenti potranno ad esempio essere di tipo *bullet*, ovvero caratterizzati dalla restituzione del capitale alla scadenza pattuita e non in rate costanti come di solito viene richiesto nei normali finanziamenti bancari.

⁴⁴ Tra questi, ad esempio, RSF (*Social Investment Fund, inc.*) con sede a San Francisco, che investe il proprio patrimonio in prestiti diretti ad imprese operanti nel settore alimentare, dell'educazione, dell'arte e dello sviluppo sostenibile; *Blue Bay Direct Lending Fund*, di promanazione statunitense ma stabilito nel Regno Unito o, in Europa, il *Senior European Loan Fund*, stabilito come fondo alternativo in Lussemburgo che, oltre ad acquistare, eroga anche nuovi finanziamenti (immobiliari) in *partnership* con banche.

⁴⁵ Per essere riconosciuto come BDC, il fondo deve comunque rispettare alcuni requisiti: a) investire almeno il 70% del portafoglio in investimenti in debito di PMI, *equity* o *U.S. Government Securities* (titoli di stato statunitensi), piuttosto che in debito di elevato *rating* di altri soggetti finanziari con scadenza inferiore ad 1 anno; b) mantenere un limite di leva finanziaria, non superiore ad 1:1 (non può cioè indebitarsi); c) rispettare stringenti limiti alla concentrazione degli investimenti (il 50% del portafoglio deve essere inferiore al 5% dell'attivo totale dell'impresa debitrice e nessun prestito deve risultare superiore al

Addirittura alla stessa BDC può essere concessa l'esenzione da ogni pagamento di imposte (essendo considerata quale *Registered Investment Company*, RIC), purché distribuire almeno il 90% del suo reddito lordo.

Sebbene le BDC possano essere gestite internamente da un Consiglio di Amministrazione e da un *compensation committee*, la maggior parte di queste (l'80%) è governata da *manager* esterni, cui gli azionisti corrispondono onorari annui (fissi e *incentive fee*)⁴⁶.

Le BDC devono poi rispettare alcuni obblighi in ordine alla trasparenza delle loro attività: ogni trimestre debbono pubblicare i nuovi prestiti effettuati indicandone le caratteristiche e le garanzie ottenute oltre che i dati riguardo alla situazione gestionale e finanziaria delle stesse (monitorando in particolare la tempestività delle restituzioni dei finanziamenti).

Nel 2016 il valore complessivo dei prestiti concessi da BDC quotate ammontava intorno agli 80 miliardi di dollari.

3.1. La situazione in Italia.

In Italia, come già si è avuto modo di evidenziare, i fondi di credito sono tipicamente strutturati come fondi chiusi, il cui *commitment* è generalmente costituito da investitori istituzionali che impegnano le proprie risorse investendo in *minibond* o in prestiti diretti alle PMI.

La strutturazione in fondi chiusi, prevista dal Decreto del Ministero dell'economia e delle finanze del 5 marzo 2015, n. 30 (c.d. Regolamento MEF) è chiaramente ancorata alla tradizionale considerazione dei crediti quali beni illiquidi, e quindi alla difficile conciliabilità di un investimento in tale *asset class* con la forma aperta del FIA. Come è stato osservato, infatti, tale impostazione è frutto di una precisa scelta del legislatore, non

25% degli *asset* totali dell'impresa; d) rispettare anche un vincolo sul reddito, posto che il 90% del reddito deve provenire da dividendi ed interessi.

⁴⁶ La struttura tipica degli onorari riconosciuti ai gestori esterni è composta da una *management fee* del valore dell'1.5 - 2.0% degli *asset*, una *incentive fee* del 20% dell'utile netto sopra un *hurdle* (obiettivo) stabilito con anticipo, una *incentive fee* del 20% sui *capital gain* realizzati al netto di perdite di capitale non realizzate. Si sottolinea come la media dei costi in rapporto agli *asset* nel 2011-2014 era compresa tra 1,50% e 5,35%, un indicatore relativamente basso rispetto ai costi di gestione di altri fondi (d'altro canto i rendimenti sui prestiti sono minori rispetto a quelli di investimenti su *equity*).

essendo imposta dall'attuale normativa, italiana e comunitaria⁴⁷. E' ipotizzabile che la ragione risieda nella volontà di evitare che tale modalità di finanziamento alle imprese non sia condizionato da eventuali mutamenti nella fiducia dei sottoscrittori⁴⁸. D'altro canto, si sottolinea come i profili che impongono al fondo la forma chiusa possano esser oggetto di un parziale temperamento, ai sensi dell'art. 11 Regolamento MEF, nell'ipotesi in cui il regolamento o lo statuto del medesimo fondo preveda la possibilità che le quote possano venire rimborsate anticipatamente su iniziativa del gestore, proporzionalmente a tutti i partecipanti.

Proprio sfruttando tale opzione, le cedole percepite dai *minibond* piuttosto che gli interessi ottenuti dai finanziamenti vengono solitamente restituite agli investitori in tempi rapidi; la loro gestione, infatti, dati gli importi ridotti, difficilmente può essere oggetto di ulteriori operazioni finanziarie. Non è escluso, peraltro, che tale disposizione possa essere utilizzata in ottica di prevedere la restituzione delle somme rivenienti dal rimborso dei finanziamenti concessi senza dover necessariamente attendere la scadenza naturale del fondo⁴⁹.

Rispetto agli investitori nei fondi, la normativa non prevede che gli stessi debbano limitarsi ai soli investitori professionali. La scelta di istituire il FIA in forma non riservata piuttosto che riservata comporta tuttavia alcuni limiti in termini di investimento.

Nel primo caso, infatti, il Regolamento MEF sulla gestione collettiva prevede una disciplina alquanto scarna, che si articola sostanzialmente sui

⁴⁷ Il ricorso alla forma chiusa sarebbe stato necessario nel vigore della precedente definizione di OICR aperto contenuta nel Tuf, ai sensi della quale il partecipante poteva in ogni momento richiedere il rimborso delle quote. Oggi, il mutamento intervenuto nella nozione di fondo aperto in seguito alla emanazione della Direttiva UE 2011/61 (c.d. "AIFMD") - con la quale si è di fatto abbandonato il principio per cui in caso di OICR aperti gli investitori possono richiedere *in qualsiasi momento* il rimborso della quota -, permette di istituire fondi aperti nei quali i partecipanti hanno sì il diritto di chiedere il rimborso delle quote, ma "secondo le modalità e con la frequenza previste dal regolamento, dallo statuto e dalla documentazione d'offerta dell'OICR". Cfr. E. GUFFANTI, P. SANNA, cit. (nt.14), 866 ss.

⁴⁸ Cfr. E. GUFFANTI, P. SANNA, cit. (nt.14), 867.

⁴⁹ E' il caso, ad esempio, di prestiti erogati con scadenze inferiori rispetto alla durata del fondo, piuttosto che in ipotesi siano rimborsati anticipatamente dall'impresa finanziata, sfruttando l'eventuale facoltà di rimborso anticipato.

seguenti principi: l'erogazione di finanziamenti allo stesso imprenditore non può eccedere il 10% del totale delle attività del FIA⁵⁰; i finanziamenti erogati dal FIA non possono avere durata superiore a quella del FIA stesso; i finanziamenti di cui il FIA si renda destinatario (che costituiscono l'unica forma di indebitamento ammissibile) possono essere erogati solo da banche, intermediari finanziari *ex art. 106 Tub* o altri soggetti abilitati all'erogazione di crediti e non possono eccedere il limite del 30% del valore complessivo netto del fondo; è fatto divieto al FIA di utilizzare derivati finanziari per finalità diverse da quelle di copertura. Si segnala, inoltre, che le SGR che gestiscono FIA chiusi non riservati a investitori professionali hanno comunque l'obbligo di acquistare in proprio una quota almeno pari al 2% del valore complessivo netto iniziale di ciascun FIA della specie e delle successive emissioni⁵¹.

Nel caso in cui il fondo fosse invece riservato a soli investitori professionali, disporrà di vincoli meno rigidi, potendo innalzare il limite della leva finanziaria - tuttavia assunta per tramite di banche o altri intermediari finanziari *ex art. 106 Tub* - fino alla misura dell'1,5 del valore netto del patrimonio del fondo, nonché utilizzare strumenti derivati anche per finalità diverse da quelle di copertura. Rimangono invece fermi i limiti di durata dei finanziamenti erogati e, soprattutto, di concentrazione nei confronti del singolo prenditore, in termini identici a quelli illustrati per i FIA non riservati⁵².

⁵⁰ Vi è però una deroga per i fondi neocostituiti, che possono derogare a tale limite per un periodo massimo di 6 mesi dall'inizio dell'operatività.

⁵¹ In ipotesi valore complessivo netto di ciascun FIA (in fase di emissione iniziale delle quote o a seguito di emissioni successive) superi l'ammontare di euro 150 milioni, la suddetta percentuale è ridotta, per la parte eccedente tale ammontare, all'1%.

⁵² Come è stato osservato, sebbene la disciplina in tema di limiti di concentrazione sia volta a ridurre la rischiosità complessiva del portafoglio di investimenti effettuati, la previsione di una differente diversificazione (meno stringente) in base alla natura del sottoscrittore avrebbe forse contribuito a razionalizzare maggiormente il sistema dei limiti di investimento fondi di credito. D'altro canto, le disposizioni comunitarie in materia di fondi di investimento europei a lungo termine ("ELTIF") prevedono, per questa particolare tipologia di fondi alternativi sottoscrivibile anche da investitori al *retail*, un limite di concentrazione pari al 10% per singolo prenditore, ma al contempo prevede la possibilità di innalzarlo al 20% (ai sensi dell'art. 13 del Reg. UE 2015/760). Cfr. E. GUFFANTI, P. SANNA, cit. (nt.14), 866 ss. La previsione di innalzamenti di tale soglia è peraltro auspicata anche dall'*Opinion* dell'ESMA sui FIA di credito, ove l'adozione di limiti minimi di diversificazione del portafoglio non è considerata elemento

In ogni caso, il debito privato concesso da fondi di investimento chiusi si distingue da quello contratto con gli istituti bancari, in particolare per essere più costoso (posto che tendenzialmente si interviene proprio ove le banche non arrivano). D'altro canto, gli istituti bancari sono meno fragili da un punto di vista finanziario, grazie ai tipi di raccolta da loro effettuate (anche tramite depositi bancari) e la loro maggiore liquidità associata a rischi generalmente più bassi e meno concentrati rispetto a quelli di un fondo di debito, rendendoli meno costosi in termini di saggi di interesse⁵³. Si rileva, ancora, come l'analisi associata alla strutturazione ed erogazione del prestito da parte del fondo di debito si avvicini molto a quella usata dai fondi di *private equity*: infatti, un tipico fondo di debito privato forma in maniera graduale il portafoglio crediti nel corso del tempo sulla base di una analisi specifica (in particolare dei flussi finanziari prospettici), purtuttavia senza avvalersi di *rating* formali ed analisi rispettose di rigorose procedure (diversamente da quanto avviene, con superiore rigidità, nel contesto bancario). Sempre in ordine alle analogie con i fondi di *private equity*, non di rado lo stesso fondo di debito acquisisce partecipazioni delle società finanziata al fine di aumentare il rendimento complessivo dell'operazione.

3.2. Il caso Fondo Italiano d'Investimento.

In Italia si segnala la presenza di un'importante SGR (Fondo Italiano d'Investimento, istituito nel 2010 su iniziativa del Ministero dell'Economia e delle Finanze e partecipato da istituti bancari, Cassa

fondamentale in termini di regolamentazione dei fondi di credito (debito), in considerazione dei potenziali benefici che i FIA specializzati (ossia, con investimenti concentrati in determinati settori) potrebbero avere per alcuni settori dell'economia. Cfr. *Opinion European Securities and Markets Authority (Esma), Key principles for an European framework on loan origination by funds*, Ref. ESMA/2016/596, 3 ss.

⁵³ Il debito privato può risultare redditizio solo in ipotesi sia possibile ricompensare i vari costi sostenuti dal fondo con *spread* più elevati, prestiti di durata almeno quinquennale, costi alti in caso di ristrutturazione/rinegoziazione o rimborso anticipato del prestito. Invero in Italia il differenziale tra costo del finanziamento bancario e del debito privato è relativamente basso, sia per motivi legati alla politica monetaria non convenzionale della banca centrale europea, sia per i bassi tassi di interesse storicamente praticati dalle banche.

Depositi e Prestiti e Confindustria) che, lanciando ben quattro fondi di fondi con la missione di co-finanziare fondi ed altri veicoli le cui politiche di investimento siano focalizzate su strumenti finanziari di debito e partecipativi emessi da PMI - tra cui anche un fondo di *private debt* - ha immesso sul mercato nazionale liquidità per quasi 1,7 miliardi di euro, peraltro anche con il sostegno di investitori diversi dagli azionisti della stessa SGR (tra cui casse di previdenza, fondi pensione ed assicurazioni)⁵⁴. Sul mercato Italiano sono comunque presenti 45 fondi di *private debt*, sebbene alcuni ancora in fase di sottoscrizione⁵⁵. Escludendo i gestori internazionali, la piena operatività è al momento stata raggiunta da 17 fondi che complessivamente hanno un patrimonio di oltre 1,8 miliardi di euro, sebbene si preveda che nei prossimi mesi possa agevolmente arrivare alla gestione di 3,2 miliardi⁵⁶. Numeri incoraggianti, che fanno sperare in migliori prospettive riguardo al mercato del credito in Italia.

4. Prospettive.

Lo sviluppo dei fondi di credito e, comunque, di forme alternative di finanziamento alle società, è oggi uno degli obiettivi cui anche l'Unione Europea tende. Invero, in particolare a seguito del già citato parere ESMA/2016/596 dell'11 aprile 2016, ("*Key principles for an European framework on loan origination by funds*"), non è da escludersi l'introduzione di maggiori controlli proprio sui fondi di credito. Infatti, nel parere rilasciato alla Commissione Europea su esplicita richiesta in ordine a possibili interventi sul fenomeno, viene sottolineata l'esigenza di una maggiore incisività sulle regole applicabili per i fondi di credito diretto i quali, a differenza degli altri fondi che investono in crediti precostituiti, presenterebbero un maggiore rischio sistemico. Insomma, è plausibile che

⁵⁴ Di tale importo, 400 milioni di euro (di cui 250 provenienti da Cdp) sono stati investiti nel fondo di fondi di *private debt* "FOF PD", che oggi ha un patrimonio di quasi un miliardo di euro e detiene altri nove fondi di *private debt* in portafoglio. A maggio 2017 i fondi selezionati dal fondo di fondi FOF PD hanno portato a termine un totale di 55 operazioni in 421 società, investendo complessivamente circa 358 milioni di euro. Cfr. www.fondoitaliano.it/fondo-di-fondi-rendiconti.shtml.

⁵⁵ La maggior parte dei fondi sono gestiti da gestori di fondi di *private equity* indipendenti.

⁵⁶ Per approfondimenti, cfr. www.aifi.it/private-debt/

in futuro l'introduzione di strumenti volti alla mitigazione dello stesso rischio possa incidere sull'operatività di tali fondi ed in particolare sui *lending credit funds*⁵⁷.

Ad oggi, infatti, per le motivazioni di cui già si è dato conto nei paragrafi precedenti, ai fondi di credito non è richiesto il rispetto dei requisiti patrimoniali previsti per le banche al fine di garantire una disponibilità di capitale in grado di assorbire gli eventuali rischi, ma solo il rispetto degli obblighi di trasparenza verso la clientela (rientrando comunque tra i soggetti interessati dalla c.d. Direttiva Mifid 2 (*Market in financial instruments directive*), in vigore dall'inizio del 2018), nonché della segnalazione alla Centrale Rischi delle operazioni effettuate (e delle loro evoluzioni in termini di solvibilità).

D'altro canto, ogni intervento volto a regolamentare i fondi di credito può influenzare in negativo l'efficienza degli stessi e, comunque, aumentarne i costi di gestione. Il fondo di credito diretto, come osservato, proprio in ragione di una minore esigenza di tutela dei rischi degli investitori dovrebbe sottostare a meno vincoli, quantomeno rispetto a quanto previsto per il sistema bancario e consentendo così di diversificare realmente l'offerta di credito presente nel sistema finanziario, sia in termini di attenzione alle esigenze dei prenditori che di operatività.

Anche per tali considerazioni ritengo discutibile un approccio volto ad imporre vincoli troppo stringenti al mondo del credito, in particolare a quegli enti finanziari non rientranti tra gli istituti bancari.

Oggi proprio le banche stanno in parte abbandonando il loro ruolo di soggetti erogatori di credito e, quando ciò accade, spesso lo stesso credito viene esternalizzato (cartolarizzato) ad altri investitori⁵⁸; è plausibile, peraltro, che tale fenomeno sarà ancora maggiormente amplificato dal 1° gennaio 2018 con l'entrata in vigore del principio contabile IFRS 9, sostitutivo dello IAS 39 (oggi si discute a livello di Banche Centrali di una sua graduale introduzione) e che comporterà la svalutazione a bilancio – e magari una futura contrazione per evitare tali perdite – dei crediti bancari. Stiamo inoltre assistendo ad una forte rivisitazione del modello di *business* delle banche le quali, non solo non riescono a remunerare gli altissimi costi delle strutture e del personale attraverso i margini da intermediazione derivanti dai finanziamenti erogati (motivo per cui

⁵⁷ Cfr. M. SCIUTO - M. BIASIN, cit. (nt.16), 398.

⁵⁸ Mi riferisco alle c.d. *asset backed securities* (ABS).

vengono proposti anche altri prodotti finanziari, maggiormente remunerativi, alla clientela), ma addirittura, nonostante la forte regolamentazione, dovranno sempre più competere con concorrenti (oggi non necessariamente bancari) in grado di sfruttare al meglio e con meno costi gli strumenti tecnologici per l'intermediazione finanziaria.

D'altro canto, la risposta di regolamentare quanto più possibile ogni aspetto legato al mondo finanziario non è probabilmente la risposta giusta: proprio l'esperienza di tale settore ci insegna che laddove una data operatività sia vincolata da eccessivi vincoli, i medesimi risultati che si vorrebbe "regolamentare" sono comunque ottenuti tramite altre "innovazioni finanziarie".

Reputo quindi che i fondi di credito debbano essere valutati dal legislatore e dai regolatori senza troppe preclusioni o diffidenze; certamente ad essi sono da applicarsi le regole (più del contesto economico invero) relative alla diversificazione del portafoglio (per quanto possibile, dato il taglio spesso ampio dei finanziamenti concessi in relazione al patrimonio degli stessi fondi) e, soprattutto, le norme relative alla trasparenza delle informazioni agli investitori sulle operazioni effettuate e sui rischi intrapresi, a maggior ragione nel caso in cui dovesse esservi una maggiore apertura verso i c.d. investitori *retail*.

In tale prospettiva, sarebbe forse accettabile la sola assegnazione (e comunicazione) di *rating* alle operazioni finanziate, da valutarsi non tanto solo sul soggetto prenditore ma, soprattutto, sulle finalità del singolo strumento finanziario (che spesso può essere costruito e legato ad operazioni straordinarie o a finalità di *turnaround*), ovvero il c.d. *facility rating*, il tutto a tutela degli investitori.

Se così fosse, si potrebbe addirittura immaginare un'opportunità di collaborazione tra fondi di credito e banche, le quali, ben potrebbero essere d'ausilio nella c.d. attività di *servicing* (selezione dei soggetti da affidare; valutazione del merito di credito e del rischio, nonché *pricing* dell'operazione; monitoraggio della posizione; attività di incasso; gestione degli eventuali contenziosi derivanti dal contratto sottostante)⁵⁹.

Tale collaborazione potrebbe peraltro svilupparsi anche in ordine alla segnalazione da parte degli istituti bancari dei soggetti da finanziare, anche alla luce dei sempre maggiori vincoli patrimoniali posti per gli stessi istituti (fungendo quindi da rete commerciale per i fondi di credito);

⁵⁹ Si veda M. BIASIN - M. SCIUTO, cit. (nt.3), 558 ss.

si rilevano, peraltro ed in tale prospettiva, possibili conflitti di interesse tra i soggetti richiamati, quantomeno in funzione dell'ampiezza dei servizi eventualmente delegati (le banche potrebbero cioè, a fronte comunque di una commissione, "spingere" per finanziare soggetti non sicuri e magari già esposti con loro).

D'altro canto, e sempre per l'asimmetria dei vincoli patrimoniali tra banche e fondi di credito, non è da escludersi che le prime possano sostanzialmente costituire (tramite una SGR) o comunque partecipare a fondi di credito proprio per aggirare gli stessi limiti ed addirittura per poter richiedere commissioni più alte ai prenditori⁶⁰.

In ogni caso, a prescindere da valutazioni forse troppo articolate, non credo che altri vincoli sui fondi di credito rispetto a quelli già presenti, ed in particolare in ordine a requisiti patrimoniali eventualmente richiesti, possano avere effetti positivi sulla loro operatività e, più in generale, sul loro ruolo nel sistema finanziario odierno.

A parere di chi scrive, soprattutto a livello europeo avrebbe invece forse più senso stimolare con politiche fiscali o comunque di sostegno - analogamente a quanto si sta cercando di fare in Italia con i c.d. PIR - l'investimento di parte delle attività finanziarie gestite da parte degli altri fondi di investimento tra cui, *in primis*, i fondi di mercato monetari, in obbligazioni e/o cartolarizzazioni.

Insomma, anche per favorire gli assetti proprietari delle imprese, diventa oggi cruciale che le rilevanti risorse presenti nel sistema finanziario europeo - anche a seguito delle politiche monetarie espansive determinate dalla BCE negli ultimi anni - riescano a giungere effettivamente alle imprese, non rimanendo quindi sostanzialmente "parcheggiate" in strumenti a sostegno del solo sistema bancario o, peggio, in attività speculative non legate all'economia reale. Gli stessi investitori, soprattutto se in presenza di congiunture positive e stabili, ne avrebbero probabilmente beneficio in termini di migliori rendimenti.

⁶⁰ Riguardo alla gestione dei possibili conflitti di interessi si richiama l'importanza del Reg. 231/2013/UE il quale, in particolare all'art.30, disciplina l'obbligo di rilevare ogni possibile conflitto di interessi adottando un'efficace "politica di gestione" dei conflitti attraverso misure idonee a prevenirli, gestirli e monitorarli, ovvero, analogamente a quanto previsto per le s.p.a., tramite assetti adeguati dedicati.