

Il credit crunch: quali metodi per finanziare l'economia di Roberta Bramanti

SOMMARIO: 1. La Stretta creditizia: cause ed origini 2. Gli interventi di politica monetaria 3. Il Fondo Centrale di Garanzia per le Piccole e Medie Imprese 4. Fra mini bond, cambiali finanziarie e agevolazioni fiscali: *il c.d. Decreto Sviluppo* 5. L'Italia avanguardista: la nascita dell'*equity crowdfunding* 6. Riflessioni e conclusioni.

Abstract.

Il contributo si propone di analizzare le cause che inducono, sempre più spesso, a parlare di stretta creditizia a danno delle imprese del settore industriale con particolare attenzione alla categoria delle piccole e medie imprese, che rappresentano tradizionalmente il tessuto produttivo di maggiore rilevanza nel nostro paese. Indagate le cause si cercherà di fornire un quadro di alcune delle maggiori soluzioni adottate in Italia, valutando se, alla luce dei nuovi istituti, sia possibile intravedere un cambio di rotta nel modo di intendere il sistema di accesso al credito e le politiche di finanziamento dell'economia reale.

1. La Stretta creditizia: cause ed origini

Con l'espressione "Stretta creditizia" si è soliti fare riferimento a quel fenomeno per cui a fronte della sussistente domanda di credito, l'offerta di prestiti presente sul mercato non è in grado di soddisfarla; ciò produce alternativamente un aumento generalizzato del costo del denaro concesso a titolo di finanziamento o addirittura una mancata erogazione, in tutte quelle ipotesi dove l'eventuale rischio assunto sarebbe troppo alto e non compensabile dall'applicazione di un tasso d'interesse elevato.

La crisi finanziaria iniziata nel 2008¹ e la recessione dell'economia reale che ne è scaturita hanno fatto emergere, a livello globale, il rischio concreto che si realizzasse una contrazione dell'offerta creditizia - poi effettivamente realizzatasi - capace di immobilizzare l'intero circuito del sistema economico; un ridimensionamento drastico della funzione di intermediazione creditizia², che caratterizza tipicamente il sistema bancario, si riflette infatti sulle politiche d'investimento delle imprese e conseguentemente sulla capacità di quest'ultime di creare occupazione, favorendo infine una riduzione generalizzata dei consumi e conseguentemente dei volumi delle attività produttive del settore industriale³; in Italia la riduzione dell'offerta di credito mostra segni di maggior rigidità nei

¹ G. Di Gaspare, "Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche", Padova, 2011.

² P. Ferro- Luzzi, "La nuova legge bancaria", (a cura di) P. Ferro Luzzi, G. Castaldi, Milano, 1996; G. Desiderio, "L'attività bancaria (fattispecie ed evoluzione)", Milano 2004; C. Brescia Morra, in Testo Unico Bancario-Commentario, a cura di M. Porzio, F. Belli, G. Losapia, M. Rispoli Farina e V. Santoro, Milano, 2010.

³ F. Panetta e F. M. Signoretti, "Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria", in Questioni di Economia e finanza (*occasional papers*), 2010.

confronti del settore produttivo, seppur non trascurabili sono i dati dell'accesso al credito relativi alle famiglie⁴. Le cause che concorrono a dar vita al fenomeno sono molteplici: profili critici di natura strutturale, caratterizzanti tradizionalmente il sistema economico italiano, si accompagnano agli effetti congiunturali legati alla crisi.

Una prima circostanza da sottolineare è rappresentata certamente dall'endemica sottocapitalizzazione del sistema produttivo italiano che incide fortemente sulla capacità delle nostre imprese di autofinanziarsi e le induce ad un sempre maggiore indebitamento nei confronti del sistema bancario. L'uso smodato della leva finanziaria fa crescere anche il costo del credito, se ed in quanto le banche decidano di concederlo: infatti l'eccessiva fragilità della struttura finanziaria d'impresa induce a valutare con maggior rigore la capacità di onorare i potenziali debiti contratti con la banca⁵. L'eccessiva dipendenza delle imprese italiane dal credito bancario è d'altronde un fatto noto, più volte ricordato negli anni precedenti alla crisi, quale elemento caratterizzante il nostro sistema produttivo e rimarcato costantemente dalle Autorità nazionali e internazionali negli ultimi anni⁶.

Dal lato dell'offerta di credito, i fattori che inducono ad un'erogazione parsimoniosa delle risorse finanziarie a favore del settore produttivo sono legati principalmente alla congiuntura economica in atto: scarsa produttività e scarsa redditività⁷ unite all'alto indebitamento delle imprese si ripercuotono instancabilmente sulla capacità dell'impresa di onorare i debiti contratti con la banca e pertanto sulla possibilità di poter ottenere nuovi finanziamenti; infatti la capacità del settore bancario di coprirsi dai rischi di inesigibilità delle posizioni già in essere sia sempre più compromessa dall'aumento dei c.d. *non-performing loans*: il deterioramento del merito creditizio della clientela e la conseguente minor adeguatezza del patrimonio bancario incidono sulla possibilità di poter offrire credito alla nuova clientela e di poter rifinanziare quella già esistente.

La spirale negativa innescata dalla congiuntura economica in atto e le inadeguatezze strutturali della finanza d'impresa si accompagnano ad un altro aspetto che, nell'attuale stato congiunturale, condiziona l'erogazione del credito: il progressivo adeguamento al nuovo accordo sul capitale impone agli enti creditizi un maggior grado di patrimonializzazione per fronteggiare i rischi legati all'indebitamento; come già osservato da molti, se il rafforzamento degli *assets patrimoniali* ha il pregio di tutelare maggiormente la banca da un ventaglio sempre più nutrito di potenziali rischi, favorendone perciò stesso la stabilità⁸, in periodi di difficile reperimento di capitali, induce a

⁴Dati aggiornati e pubblicati in Luglio da Via Nazionale sull'economia – Paese riportano che sul fronte dei prestiti stanziati dal settore bancario a favore delle imprese italiane, la deflazione creditizia si è accentuata nella prima metà di quest'anno, superando il 5 per cento su base annua, mentre più ridotta è stata la flessione dei finanziamenti alle famiglie (pari all'1,6); inoltre il costo medio dei nuovi prestiti si è assestato poco sopra il 3,5 per cento, tasso questo superiore alla media europea e infine il tasso d'ingresso in sofferenza dei crediti alle imprese gravanti sui bilanci bancari si è collocato intorno al 4,5 per cento nel primo trimestre di quest'anno; in *Banca d'Italia, Bollettino Economico, Luglio 2013*; cfr. anche I. Visco, "Intervento all'Assemblea annuale dell'Associazione bancaria italiana", Luglio 2013.

⁵L. F. Signorini, "Banche e imprese in crisi", intervento alla 44^a Giornata del Credito, 2012; l'autore sottolinea come, tra il 2000 e il 2007, il modello di finanziamento dell'imprenditoria italiana, incentrato sul credito bancario, ha consentito alle aziende di tutto il Paese di crescere e di cogliere le opportunità di investimento; sulla base dei conti finanziari, il *leverage* – misurato dal rapporto tra debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato – è salito di circa 8 punti percentuali, al 40 per cento.

⁶I. Visco, "Considerazioni Finali, Assemblea Ordinaria dei partecipanti", 31 Maggio 2013. In tal senso anche la Banca dei Regolamenti internazionali: "In Italia il 92% dei finanziamenti a favore di società non finanziarie è di provenienza bancaria, percentuale ben superiore anche all'elevato 85% della media europea".

⁷A minare la competitività delle nostre imprese contribuiscono essenzialmente il calo drastico della domanda interna e delle esportazioni, seppur quest'ultimo di più modesta dimensione; questi due aspetti sono i motivi principali dei dati riferiti al prodotto interno lordo italiano che nel primo semestre del 2013 è ulteriormente diminuito di 2 punti percentuali; (*Ibidem*).

⁸I. Visco, "Intervento alla Assemblea annuale dell'Associazione Bancaria Italiana", 10 Luglio 2013.

mantenere un livello basso del rapporto tra patrimonio e impieghi, concorrendo in tal modo al fenomeno della stretta creditizia; inoltre sul piano dei possibili effetti recessivi, nel medio e lungo periodo, l'adozione dei nuovi requisiti patrimoniali determinerebbe un costo altissimo in termini di PIL, per il paese Italia e più in generale per il resto d'Europa⁹ in ragione del minor credito concesso all'economia. Sembra tuttavia cauto rilevare che le evidenze empiriche sugli effetti recessivi derivanti dai nuovi requisiti di capitale siano ancora parziali e limitate e non sempre portino a risultati coerenti tra loro¹⁰. L'opera di rafforzamento patrimoniale riduce perciò l'assistenza finanziaria al settore produttivo che vive di una duplice deficienza: da un lato infatti è interconnesso e dipende dall'intermediazione bancaria, dall'altro e in assenza di essa non è in grado di riconvertire le proprie fonti di finanziamento rivolgendosi al mercato obbligazionario tradizionalmente poco sviluppato nel nostro Paese.

2. Gli interventi di politica monetaria.

A livello europeo, considerevoli sono stati gli interventi di politica monetaria realizzati dalla Banca Centrale Europea nel esercizio delle funzioni attribuitele in materia dal Trattato di Maastricht e dal proprio Statuto¹¹; generalmente essa è chiamata a compiere, nei confronti di banche e intermediari finanziari, operazioni di mercato aperto e di credito idonee da un lato a determinare i tassi a cui viene scambiata liquidità nel mercato monetario e dall'altro ad influenzare i tassi relativi agli affidamenti che le banche concedono alla propria clientela; tali strumenti, uniti al potere di determinare il coefficiente di riserva obbligatoria imposta alle banche, contribuiscono a regolare la base monetaria dell'Eurosistema, attuando in tal modo l'obiettivo principale di "mantenere la stabilità dei prezzi".

A seguito dell'intensificarsi della crisi la politica monetaria europea ha subito una imponente accelerazione in senso espansionista: a partire dall'Ottobre 2008 si è verificato infatti un progressivo e drastico abbassamento dei tassi d'interesse applicati sulle operazioni di rifinanziamento principale condotte, insieme alle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, mediante asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo richiesto dagli intermediari; contestualmente, a far data dal maggio 2009, sono state promosse operazioni strutturali definitive, della durata temporanea di un anno, denominate nell'ambito del programma per l'acquisto di obbligazioni garantite, e più comunemente conosciute come *covered bonds*: alle Banche Centrali Nazionali è stata data infatti la facoltà di acquistare obbligazioni garantite emesse all'interno dell'Unione monetaria per un totale massimo di sessanta miliardi di euro da sottoscrivere entro

⁹Institute for International Finance, "Interim Report on the Cumulative Impact on the Global Economy of Proposed Changes in Banking Regulatory Framework", Giugno 2010.

¹⁰A. Locarno, "The Macroeconomic Impact of Basel III on the Italian Economy", in Questioni di economia e finanza n.88, Febbraio 2011. Sulla base dell'analisi condotta dalla Banca d'Italia per il Macroeconomic Assessment Group e per il Long – term Economic Impact Working Group, l'autore ha evidenziato che, con riferimento specifico all'economia italiana, l'impatto della nuova regolamentazione sarebbe molto ridotto rispetto alle cifre riportate nei reports di Mag e Lei Working Groups, infatti per ogni punto percentuale di crescita dei requisiti di capitale su un orizzonte temporale di otto anni il livello del Pil diminuirebbe dello 0,00-0,33% corrispondente ad una riduzione del tasso di crescita annuale nel periodo di transizione di 0,00-0,4%. Diversamente, i dati resi noti dal Mag, costituito nel Febbraio 2010 dalle presidenze del Fsb e del Bcbs con il compito di misurare gli effetti macroeconomici di breve e medio – lungo termine di Basilea 3, affermano che la contrattura in termini di crescita sarebbe addirittura pari a 3 punti percentuali; Bank for International Settlements, "An assessment of the long – term economic impact of stronger capital and liquidity requirements," Agosto 2010.

¹¹ Artt.105, 106 del Trattato e l'art.18 dello Statuto della BCE.

giugno 2010. Più di recente la BCE, conservando la scelta di mantenere bassi i tassi di interesse generalmente applicati alle operazioni di mercato aperto, ha siglato nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, della durata triennale e sul fronte delle riserve obbligatorie ha statuito una riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria dal due all'un per cento con decorrenza da Gennaio 2012.

Le politiche attuate sono state predisposte, secondo i dichiarati intenti, per sostenere l'intermediazione finanziaria e favorire il flusso di credito verso famiglie e imprese, detto in altri termini, l'accesso poco oneroso alla accresciuta liquidità messa in circolo avrebbe dovuto indurre le banche a concedere maggior credito all'economia; in realtà non tutta la liquidità offerta alle banche è entrata nel circuito del credito, questa invece è stata copiosamente collocata sui depositi bancari presso la BCE in ragione delle attuali difficoltà proprie del sistema bancario nell'ambito del quale prevale un regime di reciproca diffidenza¹².

A fronte di questo disatteso insuccesso, che tuttavia non ha prodotto alcun cambio di rotta nella politica monetaria europea¹³, probabilmente la soluzione andrebbe ricercata in una *"diversa visione del finanziamento all'economia"* che accosti al tradizionale canale del credito bancario, altri metodi di finanziamento idonei a sostenere la domanda insoddisfatta.

3. Il Fondo Centrale di Garanzia per le Piccole e Medie Imprese.

Sul fronte nazionale l'esigenza di rimettere in moto il circuito incagliato del credito ha indotto il legislatore italiano a varare una serie di misure che intervengono su molteplici ambiti e settori, talora riscrivendo meccanismi e strumenti già vigenti nel nostro ordinamento, talora apprestando le basi per reinventare *ex novo* il modo di intendere il finanziamento alle imprese; seppur talvolta non dotata di un'organica visione d'insieme, la legislazione dell'emergenza degli ultimi anni ha cercato di cogliere le istanze non più differibili di riforma e di rinnovamento del Paese, ma, nonostante ciò, il percorso di riforme strutturali sembra ancora ben lontano dall'essere concluso.

Uno, fra gli interventi realizzati, riguarda la disciplina del Fondo di Garanzia¹⁴ per le piccole e medie imprese, costituito con legge dello Stato nel '96, è uno strumento volto a favorire l'accesso

¹² I. Visco, *"L'operatività della Banca Centrale Europea negli anni della crisi"*, in Bancaria Editrice, rivista n.8/2012. L'A. offre in particolare una analitica ricognizione dei maggiori interventi di politica monetaria realizzati nel corso degli ultimi anni a livello europeo, rilevando che, diversamente da quanto "formalmente dichiarato" dalla BCE, gli interventi realizzati sono assolutamente rientranti nelle competenze proprie dell'Autorità Centrale Europea, così come sancito dal Trattato Maastricht e dallo relativo Statuto della Banca Centrale; il carattere "non convenzionale e temporaneo degli interventi" che puntualmente si ricorda alla vigilia di ogni nuova scelta interventista di politica monetaria, non sconfessa in realtà una fuoriuscita dal seminato delle competenze e dei poteri attribuitele; più semplicemente fin dall'entrata in vigore della moneta unica non c'era mai stata l'esigenza d'impiegare l'intero ventaglio degli strumenti di politica monetaria a livello europeo, ma d'altronde di tutta eccezionalità è la crisi di questi ultimi anni, tanto da giustificare un intervento anche non ordinario della Banca Centrale.

¹³ Banca Centrale Europea, *"Decisioni di Politica monetaria"*; nel comunicato stampa relativo alla riunione del Consiglio Direttivo della Banca Centrale, tenutasi in data 4 Luglio 2013, si rende noto che i tassi d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale, sulle operazioni di marginale e sui depositi presso la BCE rimangono invariati rispettivamente allo 0,50%, all'1% e allo 0,00. Cfr. anche *"Decisioni di Politica monetaria"*, comunicato stampa del 5 settembre 2013.

¹⁴ Il Fondo di Garanzia per le piccole e medie imprese ha una vita risalente, venne istituito con legge dello stato 662 del 1996; l'articolo 2 comma 100 della suddetta legge attribuì al Comitato Interministeriale delle Attività Produttive il compito di destinare una quota iniziale e massima di 400 miliardi alla costituzione del fondo presso il Medio Credito Centrale con l'obiettivo esplicito di "assicurare una parziale assicurazione dei crediti concessi dagli istituti di credito a favore delle piccole e medie imprese";

al credito delle realtà imprenditoriali più deboli¹⁵; i soggetti beneficiari, le operazioni finanziabili, i tipi di garanzia concessi e i criteri economici di valutazione delle imprese che vogliono accedere alla garanzia pubblica vengono stabiliti nell'ambito del regolamento del Fondo, predisposto e approvato con decreto del Ministero dello Sviluppo Economico. Tre sono i tipi di garanzia previsti per il sostegno alle imprese: la garanzia diretta, la contro garanzia e la cogaranzia; la garanzia diretta è concessa "a prima richiesta" e si configura come una garanzia esplicita, incondizionata e irrevocabile, rivolta a favore dell'istituto finanziatore; la contro garanzia è disposta a favore di confidi o altri fondi che garantiscono a sua volta operazione finanziaria realizzata tra l'ente finanziatore e l'impresa, può essere concessa "a prima richiesta", qualora il garante di primo livello risponde in solido con il proprio patrimonio, o può essere "sussidiaria", in tal caso il Fondo centrale risponde soltanto al garante di primo livello e nei limiti delle somme da questi versate a titolo definitivo; infine la cogaranzia è concessa direttamente a favore dei soggetti finanziatori, congiuntamente ad un terzo soggetto che potrà essere un confidi, un altro fondo di garanzia ovvero un fondo di garanzia istituito nell'ambito dell'Unione Europea; è questa una garanzia fondata su una convenzione siglata *ad hoc* tra il comitato di gestione del Fondo centrale e gli altri due soggetti, dove, ferme le regole relative alle percentuali di copertura, ai beneficiari finali e ai tipi di operazioni ammissibili, sono stabilite le modalità con cui la garanzia viene concessa.

I beneficiari finali sono le micro imprese e quelle di medie e piccole dimensioni secondo quanto disposto dalla disciplina comunitaria in vigore in tema di aiuti di Stato, che definisce i limiti dimensionali dell'azienda, ai fini della concessione di aiuti alle attività produttive, facendo riferimento ai requisiti del numero degli occupati e alternativamente al bilancio contabile d'esercizio o al fatturato¹⁶; presentata la richiesta, accedono al beneficio della garanzia solo quei soggetti che, situati sul territorio nazionale e iscritti nel registro delle imprese presso la camera di commercio del territorio di riferimento, non siano qualificabili come imprese in difficoltà¹⁷ e superino il vaglio preventivo del comitato di gestione del fondo (Medio Credito Centrale). I criteri di valutazione impiegati variano in ragione del tipo di operazione finanziaria da garantire, del settore economico cui appartiene il potenziale beneficiario e del tipo di regime contabile dallo stesso applicato (contabilità ordinaria o semplificata), all'esito di tale processo l'impresa viene collocata in una scala di valutazione formata da tre fasce: positiva, valutazione con rilievi, negativa.

Riguardo le operazioni finanziarie ammissibili non sono previsti particolari vincoli o limiti di accesso al beneficio e la misura della garanzia concedibile può variare da un massimo dell'80 per cento dell'intera operazione ad un minimo del 30 per cento; nell'ambito del novero di operazioni ammissibili meritano nota quelle relative a operazioni di anticipazione di crediti verso la P.A. vantati da soggetti aventi sede legale e/o operativa nel territorio dello Stato e certificati dalla stessa

¹⁵ A. Sacrestano, "Procedure semplificate con Garanzia pubblica" in *Ilsole24ore*, giugno 2013.

¹⁶ Decreto del Ministero delle Attività Produttive del 18 aprile 2005, pubblicato in *Gazzetta Ufficiale* n. 238 del 12 ottobre 2005;

¹⁷ Le Disposizioni operative relative al funzionamento del fondo richiamano la definizione di impresa in difficoltà contenuta nel Regolamento CE 800/2008, che reca elenco di alcune categorie di aiuti compatibili con il mercato comune in applicazione degli artt. 87 e 88 del trattato di Maastricht: per impresa in difficoltà si intende una PMI che, se costituita nella forma di società a responsabilità illimitata, abbia perduto più della metà del capitale sottoscritto e la perdita di più di un quarto dello stesso sia intervenuta nel corso degli ultimi dodici mesi; ovvero, se si tratta di una società in cui almeno alcuni soci abbiano la responsabilità illimitata per i debiti della società, abbia perduto più della metà del capitale, come indicato nei conti della società, e la perdita di più di un quarto di detto capitale sia intervenuta nel corso degli ultimi dodici mesi; oppure se, indipendentemente dal tipo di società, ricorrano le condizioni previste dal diritto nazionale per l'apertura nei loro confronti di una procedura concorsuale per insolvenza. Viene precisato infine che una PMI costituitasi da meno di tre anni non è da considerarsi un'impresa in difficoltà per il periodo interessato, a meno che essa non risulti sottoponibile alle procedure concorsuali previste dagli ordinamenti nazionali.

pubblica amministrazione debitrice: fino alle più recenti modifiche, intervenute con il c.d. Decreto del Fare di cui si dirà tra poco, la quota percentuale massima garantibile dell'anticipazione era fissata al settanta per cento dell'intero ammontare, soglia questa ora elevata di dieci punti percentuali; questo dato unito al già previsto e su indicato obbligo di preventiva certificazione del credito da parte della p.a. debitrice per l'accesso al meccanismo di garanzia del fondo centrale, si orienta sempre più ad incentivare l'erogazione anche grazie ad operazioni di anticipazione fondate su debiti delle pubbliche amministrazioni. Come è noto, negli ultimi anni diversi sono stati gli interventi tesi a ridurre l'enorme quantità di debiti commerciali delle pubbliche amministrazioni vantati da imprese e cittadini e il meccanismo di certificazione del credito si inserisce proprio in questa intenzione del regolatore; con decreto n.185 del 2008¹⁸ si è introdotta la possibilità per il "creditore – cittadino" di chiedere alle Regioni, agli enti locali e successivamente agli enti del Servizio sanitario nazionale¹⁹ nonché alle amministrazioni statali e agli enti pubblici nazionali²⁰, relativamente a somme dovute per somministrazioni, forniture e appalti e nel rispetto delle norme in materia di patto di stabilità interno, la certificazione che il credito vantato sia certo, liquido ed esigibile; in seguito, nella legge di stabilità per il 2012, è stato previsto che, decorso inutilmente il termine di 60 giorni dalla richiesta, il creditore della p. a. possa chiedere alla ragioneria territoriale dello Stato, competente per territorio, di provvedere al rilascio; la certificazione può essere finalizzata a consentire al creditore la cessione del credito, quindi anche un'anticipazione, a favore di banche o intermediari finanziari, non solo *pro soluto*, liberando il cedente dalla responsabilità patrimoniale per l'eventuale inadempimento del debitore ceduto, ma anche *pro solvendo*, imponendo al cedente di rispondere dell'eventuale insolvenza del debitore principale e concorrendo così a tutelare maggiormente l'ente finanziatore cessionario; se il dichiarato intento del legislatore è quello dunque di favorire un più rapido smaltimento dei debiti commerciali contratti dalle pubbliche amministrazioni²¹, limitatamente a quanto compete in questa sede, il rilascio della certificazione potrebbe favorire una maggiore agevolazione nell'accesso al credito bancario attraverso ad esempio operazioni di anticipazione su tali crediti che, per ciò stesso, sono certi, liquidi ed esigibili e possono accedere all'ulteriore garanzia del fondo centrale su richiesta dell'ente finanziatore cessionario, che si vedrebbe tutelato da un lato dalle caratteristiche del credito, peraltro cedibile anche *pro solvendo* e dall'altro dalla garanzia pubblica che può coprire, come su indicato, fino all'ottanta per cento dell'intera operazione finanziaria. Infine le più recenti modifiche alla disciplina, realizzate dal decreto n.69/2013, contenente tra le altre "Misure per il sostegno alle imprese", si propongono di migliorare ulteriormente l'efficacia degli interventi del Fondo Centrale di Garanzia, promuovendo un più ampio accesso al credito da parte delle piccole e medie imprese; obiettivo questo che potrà essere perseguito attraverso un aggiornamento dei criteri di valutazione in funzione del ciclo economico e dell'andamento del mercato finanziario e creditizio, attraverso un incremento – come già evidenziato - della misura massima della garanzia concessa per alcuni tipi di operazioni finanziarie ammesse al beneficio, e infine attraverso una maggior semplificazione

¹⁸ Decreto legge 29 novembre 2008, n. 185 "Misure urgenti per il sostegno a famiglie, lavoro, occupazione e impresa e per ridisegnare in funzione anti-crisi il quadro strategico nazionale, pubblicato in G. Ufficiale n.280 del 29-11-2008.

¹⁹ Decreto – legge del 7 Maggio 2012, n. 52, "Disposizioni urgenti per la razionalizzazione della spesa pubblica", pubblicato in Gazzetta Ufficiale n.106 del 8-5-2012.

²⁰ Decreto – Legge del 2 Ottobre 2012, n. 16, "Disposizioni urgenti in materia di semplificazioni tributarie, di efficientamento e potenziamento delle procedure di accertamento", pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 52 del 2 marzo 2012.

²¹ M. Gnes, "Obbligazioni pecuniarie dalla p. a. Il pagamento dei debiti della pubblica amministrazione", in Gior. Dir. Amm., 7/2013.A. Marina, "Sui ritardi di pagamento della pubblica amministrazione", in Fin. e Trib. 1/2013.M. Di Folco, "Le nuove misure di controllo della spesa pubblica", in Gior. Dir. Amm. 10/2012.

delle procedure relative alla presentazione delle richieste oltre che la predisposizione di misure idonee a garantire che gli effettivi fruitori di tali benefici siano le imprese beneficiarie di tale strumento.

4. Fra mini bond, cambiali finanziarie e agevolazioni fiscali: il c.d. Decreto Sviluppo.

È facile riscontrare tuttavia che gli interventi tesi a rivitalizzare l'operatività del Fondo Centrale di Garanzia si pongono in linea di continuità con l'impostazione tradizionale banco-centrica del nostro sistema di finanziamento all'imprenditoria, la garanzia pubblica interviene infatti a supportare l'offerta di credito delle banche cercando di superarne o quanto meno di diminuirne l'avversione al rischio nei confronti della clientela.

Vocazione ben diversa si propone invece il c.d. *Decreto Sviluppo*²² che, cercando di accogliere le istanze non più differibili di sviluppo e ampliamento dell'uso del mercato obbligazionario nazionale, tenta di favorirne un maggior ricorso da parte delle imprese quale fonte alternativa di finanziamento. Fra le *"Misure urgenti per la crescita del Paese"* introduce una serie di semplificazioni e integrazioni del novero di strumenti di finanziamento fruibili dalle imprese, permettendo contestualmente l'accesso al mercato dei capitali di debito da parte di specifiche categorie di società²³.

Più nel dettaglio a norma dell'art.32 sono dapprima definiti i soggetti destinatari della disciplina che si individuano in tutte le società non emittenti strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione, ad esclusione di banche e micro-imprese²⁴; a seguito poi della modifica intervenuta all'art. 2412 del codice civile, sono state riscritte le norme riguardanti i limiti quantitativi previsti per l'emissione di obbligazioni da parte di società non quotate; in particolare sono stati eliminati quei vincoli che impedivano o rendevano più macchinosa l'emissione di obbligazioni oltre il limite del doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio; si rammenta infatti che, nel periodo precedente alla riforma, i titoli emessi in eccedenza potevano essere sottoscritti solo da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali e in caso di successiva circolazione chi le trasferiva rispondeva della solvenza dell'emittente nei confronti degli acquirenti non investitori professionali.

La modifica intervenuta sulla disciplina in tema di obbligazioni si è tradotta nell'obiettivo di semplificare l'accesso a tali strumenti di finanziamento a favore di società che pur non quotate, possono avere l'esigenza di finanziarsi tramite emissioni obbligazionarie da quotare in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione²⁵.

Tuttavia perché l'operazione di finanziamento possa essere realizzata deve soddisfare alcuni specifici requisiti: si è previsto infatti che l'emissione dei titoli debba essere assistita da uno sponsor,

²² Decreto Legge n. 83 del 22 Giugno 2012, convertito in legge n. 134 del 7 Agosto 2012, pubblicato in Gazzetta Ufficiale dell'Agosto 2012.

²³ *"Mini - Bond e strumenti finanziari"*, in Le società, n.57/2012.

²⁴ La categoria delle micro - imprese, esclusa dal beneficio della disciplina, viene espressamente individuata rinviando alla Raccomandazione della Commissione Europea del 6 Maggio 2003 (200/361/CE), pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea del 5 Maggio 2003; l'art. 2 della Raccomandazione, nel dettare i limiti dimensionali per singola categoria d'impresa, stabilisce che sono da considerarsi "micro" tutte quelle imprese che occupino meno di 250 persone, che abbiano un fatturato annuo non superiore ai 50 milioni di Euro o un bilancio annuale inferiore ai 43 milioni di Euro.

²⁵ Il 26° comma dell'art. 32 del decreto recita espressamente: "All'articolo 2412 del codice civile, il quinto comma è sostituito dal seguente «I commi primo e secondo non si applicano alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni.».

che potrà essere individuato in una SGR, una SGA, una SICAV, una banca o in una impresa d'investimento²⁶, il quale aiuti la società nella fase di emissione e di collocamento dei titoli e contestualmente ne sottoscriva una quota da mantenere in portafoglio fino a naturale scadenza²⁷; ma il ruolo dello sponsor si stima importante anche sul piano della valutazione dell'emittente e dei titoli emessi, valutati con cadenza almeno semestrale; per ciò che riguarda il giudizio sull'emittente è stabilito che lo sponsor valuti la società sulla base di propri modelli standard e la classifichi in una delle cinque categorie di qualità creditizie previste, dia pubblicità del giudizio attribuito e randa nota qualsiasi modifica dello stesso ogni qual volta si renda necessario dagli esiti della valutazione periodica²⁸. È previsto poi che, per poter realizzare l'operazione, l'ultimo bilancio del potenziale emittente sia assoggettato a revisione contabile esterna e che il collocamento dei titoli e l'eventuale successiva circolazione avvenga esclusivamente nell'ambito di investitori "qualificati"²⁹ non soci dell'emittente, evidentemente per escludere che investitori *retail*, non dotati di esperienza nella valutazione del grado di rischiosità dell'operazione di finanziamento, assumano rischi non adeguatamente sostenibili.

Col proposito di sostenere la domanda di maggiore liquidità a più breve termine, sono stati rimodulati i termini di scadenza delle c.d. cambiali finanziarie, prevedendo che i tempi minimi e massimi di scadenza siano rispettivamente di uno e diciotto mesi, ed è stata data la facoltà di emetterle dematerializzate, previa richiesta – che dovrà contenere una serie di informazione elencate dal legislatore³⁰ - presentata ad una società di gestione accentrata, contenente la promessa di pagare a scadenza le somme dovute ai relativi titolari; possibilità questa che si propone di favorire una maggiore e più veloce circolazione dei titoli.

I titoli finanziari di cui si dà nota nel decreto vengono inoltre assistiti da un regime fiscale agevolato, perché parificato al trattamento impositivo di maggior favore previsto per emissioni della stessa specie realizzate da società con azionariato quotato; viene eliminato in tal modo uno dei maggiori freni che, in punto di costi di finanziamento, inibivano sul piano fiscale il ricorso a tali strumenti: l'aver disposto infatti la piena deducibilità degli interessi passivi dal reddito d'impresa oltre che

²⁶ Cfr. il 14° comma dell'art. 32 del decreto.

²⁷ Nell'ambito della disciplina relativa all'operatività dello sponsor, si definiscono le quote percentuali che devono essere trattenute in portafoglio dallo sponsor in proporzione all'entità economica dell'operazione realizzata dalla società emittente il bond; la quota sarà pari al cinque per cento del valore di emissione dei titoli, per operazioni fino a cinque milioni di euro, sarà pari al tre per cento, per le emissioni eccedenti i cinque milioni di euro e fino a dieci milioni, in aggiunta alla quota precedente, e sarà pari al due per cento del valore di emissione eccedente dieci milioni di euro, in aggiunta alle quote già trattenute. È evidentemente un regime di "tipo progressivo" volto a supportare in proporzione sempre maggiore il valore dell'operazione realizzata.

²⁸ Come espressamente stabilito, nella classificazione dell'emittente lo sponsor tiene conto di cinque categorie (ottima, buona, soddisfacente, scarsa e negativa), tenendo come riferimento la *Comunicazione della Commissione relativa alla revisione del metodo di fissazione dei tassi di riferimento e di attualizzazione (2008/C 14/02)*, entrata in vigore 1° Luglio 2008.

²⁹ La definizione di investitore qualificato riportata nella disciplina *de quo* rinvia a quella contenuta nel Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 *ex art. 100* (TUF).

³⁰ *Ex 7° comma* è previsto espressamente che la richiesta contenga: l'ammontare totale dell'emissione; l'importo di ogni singola cambiale; il numero delle cambiali; l'importo dei proventi, totale e suddiviso per singola cambiale; la data di emissione; gli elementi di cui al regio decreto 14 dicembre 1933, n. 1669; le eventuali garanzie a supporto dell'emissione, con l'indicazione dell'identità del garante e l'ammontare della garanzia; l'ammontare del capitale sociale versato ed esistente alla data d'emissione; la denominazione, l'oggetto e la sede dell'emittente; l'ufficio del registro al quale l'emittente è iscritto.

degli oneri connessi all'emissione dei titoli suddetti, dovrebbe aver eliminato, almeno astrattamente, quei vincoli che *de facto* impedivano ad emittenti non quotati di ricorrere a tali strumenti³¹.

Infine, sul piano dell'innovazione finanziaria, sono state introdotte le c.d. obbligazioni subordinate partecipative, ossia titoli di debito di massa, con durata minima di sessanta mesi, volti a favorire un maggior coinvolgimento del *bond holder* ai risultati economici dell'impresa emittente: le clausole di partecipazione e di subordinazione possono essere cumulativamente o alternativamente previste e definiscono rispettivamente la percentuale di utili spettanti al portatore del titolo in proporzione ai risultati di profitto, registrati dall'emittente nell'anno d'esercizio e i termini di postergazione dell'obbligazionista rispetto agli altri creditori di società.

È plausibile ritenere che questa categoria di emissioni sia particolarmente apprezzabile ogni qual volta, a seguito di operazioni di ristrutturazione e rilancio aziendale ed innovazione tecnologica, l'impresa manchi di "costanza" nella realizzazione di profitti e non sia in grado di remunerare con regolarità i potenziali investitori; è previsto infatti che il corrispettivo spettante all'obbligazionista sia scomposto in una parte fissa, comunque dovuta e mai inferiore al tasso ufficiale di riferimento corrente e una parte variabile determinata secondo le regole liberamente stabilite dall'autonomia privata all'atto dell'emissione; in tal modo è possibile allineare maggiormente le sorti dell'investimento al *trend* economico dell'azienda, l'obbligazionista in altri termini non sarà più solo un ordinario creditore ma, riconosciutogli il diritto al rimborso del valore nominale del capitale, assumerà in parte il rischio d'impresa.

Le probabilità di successo di questi strumenti dipendono essenzialmente dalla concreta diffusione che in futuro essi avranno nel quadro del nostro sistema finanziario; date le astratte potenzialità espansive di questo segmento di mercato, Borsa italiana S.p.a. ha istituito all'interno del sistema multilaterale di negoziazione dedicato alla compravendita obbligazionaria (Extra MOT), il c.d. Extra MOT PRO, una piattaforma di compravendita, dedicata esclusivamente ad investitori professionali, dove imprese di medie e piccole dimensioni possano collocare più facilmente i propri titoli, godendo di quella maggior visibilità che solo un mercato nazionale può offrire.

Le iniziative legislative si muovono chiaramente nell'intento di creare le condizioni di una progressiva diversificazione delle fonti di finanziamento, promuovendo così una maggiore emancipazione delle imprese italiane dal credito bancario, in concreto tuttavia gli effetti dell'innovazione sono stati più che modesti, dall'entrata in vigore del decreto e a seguito delle modifiche apportate al regolamento di borsa italiana, il numero di emissioni realizzate è stato circoscritto e probabilmente le ragioni più profonde andrebbero ricercate proprio nella tradizionale e conservatrice mentalità d'impresa, che imputa al settore creditizio "un potere/dovere di fornire credito"; e d'altra parte, anche a livello legislativo, seppur permane tracciato il solco della diversificazione delle fonti di finanziamento, non può essere taciuto un aspetto di recente insorgenza che protende invece verso un'interpretazione in senso finalistico del mercato del credito: l'aver istituito il c.d. Osservatorio sull'erogazione del credito alle Piccole e medie imprese presso il Ministero dell'economia è, in tal senso, un chiaro esempio di quella concezione tradizionale, secondo cui l'accesso al credito debba essere prevalentemente garantito dal settore bancario.

5. L'Italia avanguardista: la nascita dell'equity crowdfunding.

³¹ E. Magnarri, "Le modifiche al trattamento fiscale di alcuni strumenti di finanziamento delle imprese", in Fisco 20/2013; E. Pucci L. Scappini, "Primi chiarimenti in tema di strumenti di finanziamento per le Pmi", in Fisco, 12/2013

L'istanza di promuovere l'iniziativa privata e l'imprenditoria giovanile quali fonti di sviluppo per l'intero sistema economico ha indotto il legislatore italiano a varare una disciplina *ad hoc* riguardante la fattispecie delle c.d. "start – up innovative"; il c.d. Decreto Crescita³², contenente peraltro un quadro di modifiche alquanto composito, si propone infatti di favorire "l'innovazione, quale fattore strutturale di crescita sostenibile e di rafforzamento della competitività"; a tale scopo, definito il concetto stesso di start- up innovativa, determinando così i confini soggettivi di applicazione della nuova disciplina, ha provveduto ad implementare una sistema di agevolazioni e semplificazioni per chi, in un quadro di forte crisi e recessione, voglia puntare sul rilancio del Paese, partendo dalla ricerca e dallo sviluppo dell'innovazione. Nel definire la fattispecie della *start- up* innovativa, si è previsto un elenco dettagliato di requisiti che valgono a qualificare l'istituto: a norma dell'art. 25 infatti è considerata *start- up* innovativa quella società che è costituita nella forma di società di capitali o in forma cooperativa, o in *Societas Europaea* residente nel territorio dello Stato³³ e la cui relativa maggioranza di quote di capitale o di azioni e di diritti di voto nell'assemblea ordinaria sia detenuta da soci³⁴, persone fisiche; deve poi essere costituita ed aver svolto attività d'impresa da non più di quarantotto mesi; deve avere la sede principale dei propri affari e interessi in Italia e la sua costituzione non può derivare da fusioni o scissioni di società o cessioni di azienda o rami d'azienda; non può distribuire utili e deve avere quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico; inoltre, a partire dal secondo anno di attività, il totale del valore della produzione annua, risultante dall'ultimo bilancio, non dovrà essere superiore a cinque milioni di euro. È infine previsto che, ai fini dell'applicazione della normativa, siano soddisfatti taluni dei seguenti criteri: la start- up infatti, per essere definita tale, può decidere di sostenere spese in ricerca e sviluppo per valori pari o superiori al 20 per cento del maggiore valore fra costo e totale della produzione³⁵ o, in alternativa, può impiegare personale qualificato³⁶ (dottori e dottorandi di ricerca) per almeno un terzo della forza lavoro complessiva; o ancora può divenire titolare o depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale nei settori elencati dal decreto stesso. Fra le novità introdotte, particolare attenzione meritano, per ciò che rileva in questa sede, le disposizioni contenute nell'art.30 del decreto, che introducono la possibilità, per le start- up innovative, di poter raccogliere capitali di rischio attraverso l'ausilio di portali on line, quale diverso canale di finanziamento, noto anche nell'accezione di *crowdfunding*.

La capacità del web di raggiungere una platea numerosissima di soggetti potenzialmente interessati ad un nuovo progetto su cui poter investire, può infatti veicolare ingenti apporti di capitale, nonostante gli impieghi per singolo investitore possano in concreto rivelarsi di modestissimo valore³⁷. A tale scopo, sono state apportate delle integrazioni e delle modifiche al testo unico della

³² Decreto legge n.179/ 2012, pubblicato in Gazzetta Ufficiale, n. 294 del 18 ottobre 2012.

³³ Secondo i criteri di cui all'articolo 73 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917(TUIR).

³⁴ A seguito delle osservazioni del mondo imprenditoriale, che nella versione originaria dell'istituto lamentava una scarsa accessibilità dello stesso, è venuto meno, con modifica apportata dal decreto n.76/2013, il requisito della maggioranza delle quote di partecipazione al capitale in capo a soci persone fisiche, così in parte snaturando la valenza innovativa dell'istituto; vi era infatti una generale convergenza nel ritenere che l'aver previsto tale requisito, avrebbe evitato che sotto il *nomen juris* "start- up" si celassero in realtà scatole vuote o peggio imprese che indirizzano la propria attività d'impresa verso prodotti e servizi tutt'altro che innovativi; cfr. in tale senso "*Rapporto Restart Italia*."

³⁵ È riscontrabile anche in tal caso una modifica al ribasso della percentuale di spesa da destinare alla ricerca e allo sviluppo passando da una quota del venti per cento ad una del quindici per cento.

³⁶ In riferimento al criterio della forza lavoro impiegata, si è ampliato il novero di soggetti reputati altamente qualificati, ridimensionando il requisito della provenienza universitaria.

³⁷ M. Pinto, "*L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal "Decreto Crescita"*", in *Le società*, rivista 7/2013. L'A. chiarisce come, sulla base delle diverse modalità di funzionamento della raccolta dei fondi

finanza, per coordinare la nova disciplina con l'impianto generale della normativa in tema di offerte pubbliche d'acquisto e sollecitazione all'investimento; si deve tuttavia osservare preliminarmente come la tipologia di raccolta tramite portali, espressamente disciplinata dal nuovo impianto normativo, faccia riferimento solo agli investimenti in *equity* della società start-up, non è un caso infatti che la rubrica dell'art.30 *de quo* si riferisca alla raccolta di capitali di rischio; dunque chi investe, assume la qualità di socio e pur nell'osservanza dei limiti normativi che impongono di non distribuire utili, deve poter godere, in proporzione alle agli apporti destinati, dei diritti *ex codice* spettanti all'azionista o al titolare di quote di partecipazione al capitale, qualora la start-up sia costituita nella forma di società a responsabilità limitata.

Il portale on line svolge, così come espressamente disposto dal neoriformato art. 1 comma 5- *nonies* del TUF, il compito esclusivo di facilitare la raccolta di capitale di rischio da parte delle start-up innovative e la relativa gestione viene attribuita a soggetti, che avendone i requisiti, sono iscritti nell'apposito registro tenuto dalla Consob, la quale, in virtù della delega attribuitele dall'art.50-*quinquies* del TUF, ha determinato, con proprio regolamento³⁸, i principi e i criteri relativi alla formazione del registro dei gestori, stabilendone le condizioni per la relativa iscrizione, nonché le eventuali cause di sospensione, radiazione e riammissione oltre che le regole di condotta imposte ai gestori nei rapporti con gli investitori. Possono assumere la qualifica di gestori le imprese di investimento, le banche autorizzate alla prestazione di servizi d'investimento e i soggetti iscritti nel apposito registro dei gestori, qualora possiedano i requisiti dettagliatamente elencati dal regolamento; si ha riguardo in particolare al *tipus* societario della richiedente, all'oggetto sociale e alla sussistenza in capo ai soci di controllo e a chi, nell'ambito della società svolge funzioni di amministrazione, direzione e controllo, dei requisiti di onorabilità e professionalità, il cui venir meno può portare alla cancellazione dal registro – qualora manchino i requisiti di onorabilità dei soci di controllo – o alla revoca degli incarichi qualora ciò si verifichi per chi svolge funzioni di controllo, direzione e amministrazione.

Nell'ambito del regolamento Consob sono poi specificati i doveri di condotta che i gestori sono chiamati ad osservare, obblighi che con tutta evidenza non sono dissimili dai previsti doveri imposti agli intermediari autorizzati alla prestazione di servizi d'investimento³⁹: a titolo esemplificativo e rinviando al dettaglio della disciplina relativa ai doveri dei gestori, si può qui richiamare sinteticamente l'imposizione di doveri di diligenza, correttezza e di prevenzione dai conflitti d'interesse che possano nuocere l'investitore e l'emittente e doveri di informativa tesi a rendere edotto l'investitore sulla portata dell'operazione di finanziamento, con riguardo specifico alla

sia possibile distinguere diversi tipi di *crowdfunding*: il *lending based crowdfunding*, in tal caso la raccolta di fondi è basata su micro – prestiti tra privati e la piattaforma web consente a chi vuole concedere un prestito di scegliere tra i profili degli utenti richiedenti; il *donation based crowdfunding*, dove evidentemente la raccolta è realizzata nell'ottica di una vera e propria donazione, infatti non è previsto di regola nessun obbligo di rimborso o remunerazione a favore dei sostenitori; il *reward based crowdfunding*, in tal caso è prevista una ricompensa per l'investitore, diversa tuttavia diversa tuttavia dalla partecipazione al capitale della società realizzatrice del progetto e di solito individuabile nella prevendita, non a prezzi di mercato, del prodotto finito oggetto del progetto finanziato; e infine l'*equity based crowdfunding*, in tal caso il versamento di apporti in denaro da parte sei sostenitori del progetto viene impiegato per la sottoscrizione di quote di partecipazione al capitale della società promotrice. Bradford, "Crowdfunding and the federal securities law", in *Columbia Law Review*, n.1/2012; Traeger, Kassinger, Kaufman, "Democratizing entrepreneurship: an overview of the past, present and future of crowdfunding", in *Securities Regulation & Law Report*, 2013.

³⁸ La delibera n. 18592 reca il "Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *on-line*" ai sensi dell'articolo 50-*quinquies* e dell'articolo 100-*ter* del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni; pubblicata in Gazzetta Ufficiale, il 26 Giugno 2013.

³⁹ Regolamento Consob n. 16190 recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari, pubblicato in Gazzetta Ufficiale n.255 del 2 Novembre 2007.

consapevolezza del rischio assunto e all'adeguatezza della capacità economica dello stesso rispetto all'entità dell'investimento.

Rispetto poi all'oggetto dell'operazione di finanziamento, *ex art. 100 – ter* del TUF, così inserito dal decreto crescita, si è stabilito che le offerte al pubblico tramite portali on line debbano avere ad oggetto esclusivamente la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dalle start-up innovative; l'oggetto specifico dell'offerta si sostanzia più in dettaglio nell'emissione di quote azionarie di società, qualora la start-up sia costituita nella forma di società per azioni o cooperativa per azioni a responsabilità limitata, oppure nella vendita di quote di partecipazione al capitale di rischio, qualora la società sia costituita nella forma di società a responsabilità limitata; tale scelta del legislatore ha comportato di riflesso un ulteriore intervento modificativo che ha imposto una deroga essenziale alla disciplina dei conferimenti in società a responsabilità limitata, la quale, ai sensi dell'art. 2468 del codice civile, vieta alle società costituite in tale forma, che le rispettive quote di partecipazione possono costituire oggetto di sollecitazione all'investimento fra il pubblico dei risparmiatori.

Le quote di partecipazione in start-up innovative costituite nella forma di s.r.l. possono infatti essere sottoscritte dal pubblico dei risparmiatori con tutte le criticità di taglio sistematico che una scelta del genere può produrre di riflesso⁴⁰, soprattutto se si presta attenzione alla circostanza, non di poco rilievo, che il modello della S.r.l. così creato a seguito della riforma del diritto societario ha avuto una diffusione copiosa nel contesto imprenditoriale di media e piccola dimensione⁴¹, in virtù di una serie di caratteristiche che avvantaggiano l'imprenditore verso la scelta di tale modello: il beneficio della responsabilità limitata, che peraltro caratterizza anche il tipo della S.p.a., si accompagna ai minori oneri economici all'atto della costituzione, perché di più modeste dimensioni è il valore del capitale sociale richiesto, a ciò si aggiungono tutti i vantaggi di una struttura organizzativa più flessibile e più attenta a valorizzare i profili personalistici del "socio-imprenditore" presenti nelle realtà più circoscritte delle piccole e medie imprese. L'esigenza tuttavia di favorire una diversa e più diretta fonte di finanziamento ha indotto il legislatore dell'emergenza a intervenire anche su profili di metodo propri del diritto societario che pongono riflessi dubbi sulla possibilità di poter

⁴⁰ M. Rescigno, *"Le s.r.l.: modelli flessibili e inefficienti"*, intervento al XXVII Convegno di studio su *"Il diritto societario riformato: bilancio di un decennio e prospettive in un quadro europeo"*, Courmayeur, Settembre 2013; l'istituto della società a responsabilità limitata si fonda tradizionalmente sul caposaldo che il socio sia "(...) tipologicamente partecipe della gestione di società e ha interesse a sopportare costi e investimenti per la società; ma gli interventi normativi intervenuti in tema di start-up costituite nella forma delle s.r.l. hanno fatto dubitare che tale impianto sia ancora valevole; e la regolamentazione Consob ne è in qualche modo la conferma; essa infatti è dichiaratamente volta a rendere pienamente consapevole l'investitore esterno alla società dell'operazione che realizza in un luogo che, secondo le linee originarie del legislatore, non è pensato per la sollecitazione all'investimento di una platea indeterminata di soggetti come è quella del mercato mobiliare".

⁴¹ G. Presti, *Tavola Rotonda su "il diritto societario riformato: cooperazione e competitività in un quadro europeo"*, intervento al XXVII Convegno di studio su *"Il diritto societario riformato: bilancio di un decennio e prospettive in un quadro europeo"*, Courmayeur, Settembre 2013. È fenomeno in continua espansione quello rappresentato dalla costituzione di società nella forma della s.r.l.; dati statistici evidenziano in fatti che, in Italia, poco prima della riforma del diritto societario, al 30 Giugno 2002, le società di capitali erano il 43,93 per cento delle società lucrative e le società di persone il 56,07 per cento; tali percentuali, undici anni dopo, al 30 giugno 2013, sono state esattamente ribaltate: il 56,7 per cento sono società di capitali, il 43,93 per cento sono società di persone; con riferimento specifico al fenomeno della s.r.l., si rileva altresì che rispetto al periodo appena precedente la riforma, il numero delle stesse, in valore assoluto, superava appena i 900 mila, invece al giugno 2013 sono più del milione e trecento, a discapito delle società per azioni che sono invece drasticamente diminuite; infatti l'aumento dei valori percentuali relativi alle società di capitali è da ascrivere quasi esclusivamente alla costituzione di nuove s.r.l., che hanno per ciò stesso compensato una diminuzione sensibile del numero di s.p.a., che viaggia nell'ordine del 20 per cento. Da giugno 2009 le s.r.l. rappresentano più della metà di tutte le società lucrative presenti a livello nazionale.

ancora distinguere fra i due modelli societari⁴², S.p.a. e S.r.l., quanto meno per ciò che riguarda la fattispecie della start-up innovativa.

6. Riflessioni e conclusioni

Muovendo verso le conclusioni è possibile affermare che le scelte di politica legislativa si pongono generalmente in linea con l'obiettivo di superare quei *gap* strutturali che hanno ricadute impietose sul sistema dell'economia italiano e lo rendono poco attrattivo agli occhi degli investitori, la "sete di capitali" del nostro sistema produttivo rimane tuttavia una vicenda non ancora conclusa; immaginare un sistema di accesso al credito che renda le imprese più libere di poter scegliere alternative valide al tradizionale canale bancario rimane l'impostazione di fondo che deve essere coerentemente perseguita, senza improvvisi cambi di rotta che talora si riscontrano nell'azione legislativa: infatti l'aver istituito un Osservatorio del credito, presso il Ministero dell'economia e delle finanze, che si dedichi alla valutazione e al controllo sull'erogazione del credito bancario a favore di particolari categorie d'impresa, mal si adatta al principio dell'autonomia privata che dagli anni '90 rappresenta ormai uno dei capisaldi del settore creditizio, il processo di emancipazione dal settore pubblico infatti ha permesso alle banche di assumere i caratteri propri dell'impresa privata e tale scelta può – o forse deve - considerarsi irreversibile⁴³, la valutazione del merito creditizio del cliente non può discostarsi in altri termini dall'impiego di criteri eminentemente prudenziali, che rimangono gli unici canoni applicabili alla decisione di concedere o meno finanziamenti all'economia⁴⁴; aver scelto di definire la banca come un'impresa privata, dandole facoltà di scegliere la rispettiva politica degli affidamenti, deve indurre il legislatore ad indagare con maggior costanza ulteriori metodi di finanziamento, prestando attenzione al proprio *modus procedendi*, che molto spesso si è rivelato disorganico e privo di una visione d'insieme condivisa e più sistematicamente attenta ai contesti in cui interviene.

De jure condendo rimangono aperte diverse proposte che tuttavia si accompagnano a non pochi dubbi e criticità, non possono omettersi infatti alcuni riferimenti agli orientamenti che si levano in ambito europeo, tesi a superare il problema della stretta creditizia che, seppur a diversi livelli, colpisce tutti i paesi dell'Eurozona: la ricerca di metodi per rilanciare i finanziamenti alle piccole e medie imprese, si orienta, tra le altre, verso una "rivitalizzazione" del mercato delle cartolarizzazioni che favorisca una più sostenibile redistribuzione dei rischi nell'economia⁴⁵.

Tuttavia parlare oggi di cartolarizzazione di debiti, quale soluzione, seppur concorrente con altre, alla crisi di liquidità del sistema produttivo, non può che innescare ingombranti profili di perplessità; far ripartire il sistema delle cartolarizzazioni di prestiti alle piccole e medie imprese, anche con l'ausilio di garanzie pubbliche è d'altronde una delle proposte avallate non di rado da associazioni

⁴² O. Cagnasso, "I controlli nelle S.r.l.", in *Giurisprudenza Italiana*, 11/2013; G. Marasà, "La nuova società a responsabilità semplificata e la nuova S.r.l. con capitale inferiore a 10 mila euro", in *Società*, 10/2013.

⁴³ G. De Laurentis, "Il credito alle imprese dopo la crisi: politiche e strumenti di dialogo banca – impresa: rating, analisi e previsione finanziaria", in *Bancaria Editrice*, 2012.

⁴⁴ F. Cannata (a cura di) "Il metodo dei rating interni", in *Bancaria Editrice*, 2010; F. Cannata, M. Quagliariello, "Basel 3 and beyond. A guide to banking regulation after the crisis", London, Risk Book, 2001

⁴⁵ European Commission, European Investment Bank, "Increasing lending to the economy: implementing the EIB capital increase and joint Commission-EIB initiatives", joint Commission-EIB report to the European Council, Giugno 2013. Nel dettaglio si propone di unire le risorse del COSME e dell'ESIF, insieme a quelle della BEI e del FEI per impiegarle come strumento di garanzia per i nuovi prestiti bancari destinati alla piccola e media imprenditoria o per operazioni di cartolarizzazione di nuovi prestiti oppure ancora per cartolarizzazioni di vecchi e nuovi prestiti accompagnate da un'adeguata diversificazione e condivisione dei rischi.

autorevoli di categoria⁴⁶ e confermata d'altro canto e a determinate condizioni, da alcuni analisti che ne sottolineano gli aspetti economici positivi, pur sostenendo la necessaria predisposizione di alcune misure imprescindibili, mutate dai difetti di sistema che hanno prodotto i dissesti finanziari noti e le conseguenti varie fasi della crisi odierna.

Principi di separatezza, indipendenza, autonomia, professionalità ed equilibrio informativo fra i vari operatori dovrebbero essere elementi indefettibili di un buon sistema di cartolarizzazione; chi ha il compito di erogare i finanziamenti all'economia deve valutare con prudenza e professionalità, la capacità di solvenza della propria clientela prima di allocare le risorse finanziarie; a sua volta, chi acquisisce il relativo portafoglio - prestiti, per poi ricederlo a terzi investitori cartolarizzato, deve valutare con oculatezza e competenza il potenziale acquisto, indagandone la reale rischiosità; evidentemente tutto ciò presuppone una adeguata simmetria informativa fra gli operatori. Se questa dovrebbe auspicabilmente essere l'impostazione teorica di principio, tutto ciò non si è verificato nella pratica, infatti, guardando all'esperienza d'oltre oceano, alla vigilia della crisi, una delle criticità maggiori che si potevano riscontrare nell'ambito delle filiere americane della cartolarizzazione, era proprio la diffusa condivisione dei rischi di *default* tra i vari operatori, anche a causa di una scarsa regolamentazione del fenomeno; l'assenza di un'organica disciplina, a livello internazionale ed europeo, è forse la ragione principale che può indurre a guardare con diffidenza a questo diverso canale di finanziamento per rilanciare il settore degli investimenti a favore della piccola e media imprenditoria⁴⁷.

In definitiva, osservando che molto ancora deve essere fatto e che le proposte in atto ne sono in un certo qual modo la dimostrazione, a parere di chi scrive, un appello ad una più attenta e oculata produzione normativa diviene oggi un imperativo categorico per le sfide che il legislatore italiano si appresta ad affrontare, sollecitato, com'è, da istanze non più differibili di riforma e rinnovamento del Paese.

⁴⁶ F. Brunori, V. Carlini, C. Rapacciuolo, "Nuova finanza per le imprese: più capitale, più bond e strumenti innovativi per le PMI", nota del Centro Studi Confindustria, n.4/2013.

⁴⁷ Sul sistema delle cartolarizzazioni e sull'esperienza di regolamentazione americana, *ex multis* E. Bani, "Il diritto dell'economia ai tempi della crisi. La Volcker Rule come risposta degli USA", in Rivista trimestrale di diritto dell'economia, Fondazione G. Capriglione Onlus, n.2/2011; E. Bani, "Regolamentazione strutturale contro regolamentazione prudenziale: gli insegnamenti della crisi", Giappichelli Editore, 2012; G. Mottura, "Razionamento del credito? Miti, realtà e la soluzione della cartolarizzazione", in rivista Bancaria Editrice, n.3/2013; G. Zadra, "Lo Shadow Banking system: un potenziale nuovo canale di finanziamento da regolare", in rivista Bancaria Editrice, n.11/2012.