



AIDEA



I MERCATI DELLE PASSIVITÀ DELLE PMI

Rapporto di sintesi

Il sistema finanziario italiano sta vivendo una particolare e critica condizione. Dal lato della domanda, le imprese sono indebolite da anni di congiuntura economica negativa e operano in contesti strutturalmente sempre più globali e competitivi. Dal lato dell'offerta, le banche sono alle prese con una rinnovata regolamentazione internazionale, più stringente in termini di capitale, liquidità e leva finanziaria, e registrano un grave deterioramento della qualità degli attivi, per il perdurare della crisi economico-finanziaria che ha incrinato la struttura finanziaria e la dinamica dei flussi reddituali e finanziari soprattutto nel segmento delle PMI.

AIDEA e CRIF hanno condotto un'indagine comparata su un panel di mercati europei di titoli di debito di imprese non quotate, comprese le PMI, nella prospettiva del nuovo quadro normativo offerto dal 'decreto sviluppo', che disegna una disciplina di vantaggio per l'emissione e l'investimento in strumenti finanziari di debito da parte di PMI.

La ricerca rappresenta un'occasione importante per riflettere sulle concrete possibilità che in Italia, vista l'attuale configurazione dei mercati e della disciplina di settore, si riesca a sviluppare un mercato del debito obbligazionario delle PMI, in modo da contribuire a riequilibrare e rafforzare la loro struttura finanziaria, tradizionalmente caratterizzata da bassa capitalizzazione ed eccessivo indebitamento, essenzialmente di natura bancaria e a breve termine, al fine di dare vigore a redditività e capacità di investimento in un momento di particolare inasprimento delle condizioni di accesso al credito.

Dall'indagine emergono alcune utili indicazioni. Sulla base dell'esperienza internazionale, è possibile dedurre che le semplificazioni previste dal quadro normativo per gli emittenti rappresentano la condizione necessaria, ma non sufficiente, per assicurare un adeguato sviluppo del mercato. In particolare, si segnala l'efficacia di altre condizioni strutturali, rappresentate dalla diversificazione degli investitori (retail ed istituzionali), dalla presenza di market maker/liquidity provider e di set-informativi 'sensibili' relativi all'emittente, vagliati da figure di advisor / auditor o da agenzie di rating, anche di carattere domestico, specializzate.

Nel caso italiano, le proposte in discussione, all'indomani dell'approvazione della nuova disciplina sui minibond, e le iniziative annunciate riguardano: le emissioni, con riferimento a particolari procedure, strumenti e sistemi di garanzia o di recupero del credito che mitigino il rischio degli emittenti; gli emittenti, prevedendo ulteriori vantaggi economici, da correlare a maggiore trasparenza, accountability, buone pratiche di governance; i mercati, per accrescerne liquidità e spessore, con la presenza di specifici liquidity provider/market maker; gli investitori, da attirare, nel rispetto di adeguati criteri selettivi, con specifici incentivi, quali ridotti costi di compliance, minori assorbimenti patrimoniali, limiti minimi di allocazione delle risorse disponibili.

PREMESSA

Il presente lavoro, promosso da CRIF in collaborazione con AIDEA, ha per oggetto lo studio dei mercati delle passività delle Piccole e Medie Imprese (d'ora in poi PMI) di alcuni paesi europei caratterizzati da un diverso stadio di sviluppo: di maturità, quello di Germania e Norvegia; di avvio, per la Francia; solo pianificato, con riferimento alla Spagna.

L'attuale contesto, caratterizzato dal perdurare di una crisi finanziaria globale e da un regime regolamentare che comporta per le banche più stringenti requisiti in termini di patrimonio e di liquidità, impone una riflessione sulla possibilità, e a quali condizioni, del ricorso delle PMI ad altre forme di finanziamento, come l'emissione di strumenti mobiliari, per superare il razionamento del credito e ribilanciare i tradizionali canali di finanziamento, particolarmente concentrati sul credito bancario.

La ricerca si propone di esaminare alcune esperienze o riforme pianificate in alcuni paesi europei allo scopo di agevolare l'emissione di bond da parte delle PMI consentendo loro di contenere i costi legati all'emissione, collocamento e quotazione dei propri strumenti finanziari. La ricerca assume rilevanza anche con riferimento all'ampio dibattito che caratterizza il contesto italiano, che per tradizione imprenditoriale e finanziaria, si distingue per proprietà e governance chiuse ed è basato su un sistema di finanziamento banco-centrico, da inquadrare anche nell'ambito della recente riforma prevista dal Decreto Sviluppo.

Il successo di tali iniziative a cura dei governi o delle società mercato dipende dal conseguimento di un equilibrio tra esigenze degli investitori, disponibilità/possibilità degli emittenti, ed una adeguata ponderazione di fattori legislativi, economico-finanziari e culturali propri delle diverse aree geografiche. La ricognizione offerta nella ricerca consente di individuare gli effettivi margini di sviluppo e la sostenibilità di esperienze convincenti e di successo provenienti da altri paesi europei, benché caratterizzati da diversi strumenti, regole (civilistiche e fiscali), emittenti ed operatori professionali (sponsor ed investitori).

Lo studio, per la parte di competenza di AIDEA, è stato condotto da un gruppo di lavoro composto da ricercatori senior esperti nelle diverse aree di indagine. La supervisione scientifica del progetto è stata affidata ad un Advisory Board presieduto direttamente dal Presidente di AIDEA e composto da autorevoli accademici ed esponenti dell'industria finanziaria.

I principali risultati della ricerca sono riportati nel presente Rapporto di sintesi e in rapporti dedicati a ciascuno dei mercati individuati.

1. Il mercato norvegese: Nordic ABM

Il contesto. In Norvegia, paese membro dell'EFTA (*European Free Trade Association*), il settore delle PMI rappresenta – sulla base di stime 2010 – circa il 99,8% delle imprese (in linea con la media dei paesi UE), producendo il 70,3% del PIL nazionale (significativamente maggiore rispetto alla media UE), impiegando il 68,8% della forza lavoro (di qualche punto percentuale superiore rispetto alla media UE). Le evidenze relative all'accesso alla finanza indicano la Norvegia in una posizione di vantaggio rispetto alla maggioranza degli indicatori all'interno dei Paesi dell'UE.

La struttura dei mercati finanziari. Il mercato degli strumenti finanziari di riferimento, in Norvegia, è costituito dalla Borsa di Oslo, che gestisce 3 principali segmenti: 1) Oslo Børs, il



mercato regolamentato in linea con le direttive europee, in cui sono negoziate, tra l'altro, obbligazioni corporate e governative; 2) Oslo Axess, un mercato azionario regolamentato con requisiti di ammissione meno stringenti di Oslo Børs, pensato per le PMI; 3) **Nordic ABM** (nuova denominazione del *Alternative Bond Market (ABM) di Oslo* dal 3 aprile 2013), un mercato obbligazionario alternativo con regole e procedure *tailor-made* per rispondere alle esigenze di emittenti ed investitori.

In particolare, il Nordic ABM, a sua volta, è diviso in due segmenti: quello denominato *Nordic ABM Retail* accoglie *tagli* massimi di 500.000 NOK (circa 65.550 euro), livello che rappresenta il taglio minimo per le emissioni dei titoli al segmento *Nordic ABM Professional*, destinato invece agli investitori istituzionali. Il Nordic ABM è stato istituito nel 2005 come un mercato alternativo per la quotazione e lo scambio di obbligazioni e *commercial paper*. Si tratta di un mercato non regolamentato, organizzato ed amministrato dalla Borsa di Oslo, che decide le regole del mercato dopo aver consultato gli operatori, emittenti ed investitori.

Gli strumenti, i requisiti e il processo di emissione. Sul Nordic ABM vengono emesse obbligazioni e *commercial paper*. In particolare, la *scadenza* delle obbligazioni emesse nel mercato è compresa tra i 3 e i 7 anni ed il tasso di interesse può essere fisso o variabile. Le obbligazioni possono essere emesse anche in forma subordinata. Sotto il profilo della *valuta*, sono ammessi bond denominati in corone norvegesi, corone svedesi, corone danesi, euro, sterline o dollari statunitensi. Dall'1/7/2013, possono essere emessi anche *bond convertibili*, a patto che vi siano azioni della stessa categoria già quotate o contemporaneamente ammesse al listing su un altro mercato aperto regolamentato e riconosciuto. Possono essere emesse obbligazioni da società di varia *natura*, sia pubblica sia privata, con *sede legale* sia in Norvegia sia in altri paesi esteri. Le obbligazioni sono ammesse alla quotazione al Nordic ABM solo se interamente sottoscritte e liberamente *trasferibili*.

Il *processo di emissione* in questo mercato è più semplice rispetto al mercato regolamentato di Oslo Børs. L'emissione di obbligazioni al Nordic ABM, infatti, non presuppone la redazione del bilancio secondo gli IFRS ed, inoltre, non sono richiesti né *audit committee*, *rating* né *due diligence*. Per l'emissione sono invece richiesti alcuni *requisiti di disclosure*: in particolare, il processo di ammissione alla quotazione delle obbligazioni prevede, in prima battuta, la redazione di un *listing document* o, in alternativa, di un *prospetto informativo* secondo lo schema di un Paese UE ritenuto adeguato. Il listing document riporta, tra le informazioni minime, gli ultimi 3 *bilanci* approvati, eventuali ulteriori informazioni sull'emittente, la *descrizione dell'emittente* e della sua attività, una copia del '*Loan description*', documento nel quale si descrivono i termini e le condizioni del prestito, ed una copia del '*Loan agreement*'. Entro i 5 giorni lavorativi successivi alla ricezione, il Nordic ABM esprime una valutazione del *listing document* e fornisce un *riscontro* scritto sull'ammissione del titolo al mercato. In caso di approvazione, deve essere effettuata l'*application* dell'emissione. Mediamente, i *tempi* richiesti per l'emissione sono compresi tra le 4 e le 8 settimane. La *sottoscrizione* può essere effettuata sia da *investitori* istituzionali che retail. Il *collocamento* presso gli investitori è curato dal *manager* ovvero da una *banca di investimento* che agisce su mandato dell'emittente. Il manager è un advisor che assiste l'impresa in tutta l'operazione di emissione, dalla stesura della documentazione al collocamento presso gli investitori, e cura i contatti con i principali interlocutori dell'emittente. Tra questi, oltre alla Borsa di Oslo, vi sono il loan trustee ed il *securities account operator*. In particolare, il *loan trustee* è una figura eventuale, anche se presente di fatto in quasi tutte le emissioni, il cui ruolo è quello di rappresentare gli interessi degli investitori ed eventualmente proteggerli qualora l'emittente non rispetti il *loan*

agreement. Il *securities account operator* (o *paying agent*) è rappresentato dalla banca o società di investimento che si occupa di registrare l'emissione al servizio di gestione accentrata titoli del *Central Securities Depository* e di curare operativamente l'emissione obbligazionaria, registrando e conservando tutti i dati relativi all'emissione, verificando che tutti i pagamenti siano effettuati secondo quanto stabilito.

L'obbligazione viene sottoscritta e, dal giorno successivo, è ammessa alla quotazione; il supporto operativo viene offerto da Oslo Børs. Per quanto riguarda gli *obblighi richiesti nel continuo*, sul Nordic ABM l'emittente deve garantire l'uguale trattamento degli investitori, il rispetto delle buone pratiche di business e la completa trasferibilità dei titoli. Inoltre, l'impresa è tenuta a comunicare le notizie *price-sensitive* ed altre informazioni rilevanti, oltre che a pubblicare il bilancio annuale, comprensivo della relazione degli amministratori e di quella dei revisori contabili, entro 4 mesi dalla fine dell'esercizio. L'emittente deve inoltre pubblicare la *semestrale* o, se preferisce, la *trimestrale (interim report)*, che contiene i dati finanziari, la relazione degli amministratori, la descrizione dell'evoluzione della gestione e la dichiarazione sulla veridicità del bilancio. Tutte queste informazioni possono essere fornite nelle seguenti *lingue*: norvegese, inglese, danese e svedese.

La struttura e l'efficienza del mercato. Per quanto riguarda la *natura degli emittenti*, nel 2012, nel Nordic ABM, circa l'80% delle emissioni è stato effettuato da banche e assicurazioni; per quanto riguarda le imprese non finanziarie (al 15/6/2013 vi erano 40 emittenti), il mercato risulta "specializzato" per il settore energia e marittimo. In merito specificatamente alle emissioni di obbligazioni di imprese non finanziarie, non vi sono obbligazioni del settore industry nel mercato *Nordic ABM Retail*. Al *Nordic ABM Professional*, invece, ad oggi vi sono 65 obbligazioni del settore industry con scadenza 2013-2022, coupon medio di 6.51% (coupon che oscilla da un minimo del 3% ad un massimo del 14%), volume medio 283 mln di NOK (circa 36,8 ml di euro), che oscilla tra 21 mln di NOK (circa 2,7 ml di euro) e 606 mln di NOK (circa 78,8 ml di euro). La sottoscrizione dei singoli investitori generalmente oscilla in un range tra 50 milioni di NOK (circa 6,5 ml di euro) e 200 milioni di NOK (circa 26 ml di euro).

Per il mercato norvegese, è stata selezionata una *emissione di successo*, quella di Havila Shipping ASA, interamente sottoscritta per un valore di 100 Mln di NOK (pari a 12,5 Mln di €).

Le valutazioni sui punti di forza/debolezza. L'analisi svolta consente di evidenziare le seguenti valutazioni di sintesi. Tra i principali punti di forza del Nordic ABM, possono essere indicati:

- il processo di emissione/quotazione semplificato, con ridotti obblighi di trasparenza;
- conseguentemente, contenimento dei costi di emissione;
- la rapidità del processo e dei tempi di analisi da parte degli organi deputati al controllo di conformità;
- lo specifico segmento del Nordic ABM Retail amplia significativamente la platea di investitori operanti nel mercato.

Tali requisiti derivano dalla precisa volontà di creare un mercato non assoggettato alle stringenti regole imposte dalle Direttive UE (es. direttiva sul prospetto informativo; principi contabili IFRS) e dal domestico *Norwegian Stock Exchange Act* (sul processo di emissione e quotazione), che caratterizzano invece la Oslo Børs. Tali requisiti, in concreto, rappresentano poco più di quanto già le imprese non quotate devono già assolvere in ossequio al normale codice di commercio. I volumi sperimentati in questi anni, sia in termini di continui incrementi

annui e più in generale, rispetto al volume delle obbligazioni negoziate sul mercato nazionale, rappresentano l'evidenza del successo del mercato.

Nonostante tali agevolazioni, il mercato è ancora dominato dalle emissioni di intermediari finanziari (banche e assicurazioni). Probabilmente, l'assenza di rating o di due diligence rende ancora poco appetibili tali emissioni da parte di imprese di natura non finanziaria.

2. Il mercato tedesco: Bondm

Il contesto. In Germania, *le PMI* rappresentano – sulla base di stime 2011 - circa il 99,5% delle imprese (in linea con la media dei paesi UE), producendo il 53,9% del PIL nazionale e impiegando il 62,7% della forza lavoro (entrambi gli indicatori inferiori alla media UE). Le evidenze relative all'accesso alla finanza segnalano un deciso miglioramento delle PMI tedesche nella maggioranza degli indicatori, consentendo di superare la media dei paesi UE.

La struttura dei mercati finanziari. Ad oggi, in Germania, risultano operanti i mercati di *Stoccarda* e *Berlino*, benché quello di *Francoforte* rappresenti quello principale. Altri mercati minori del debito delle PMI sono rappresentati da Francoforte (Entry Standard), Düsseldorf (Mittelstandsmarkt), Amburgo-Hannover (Mittelstandsbourse Deutschland) e Monaco di Baviera (M:access bonds).

In particolare, la *Borsa di Stoccarda*, mercato regolamentato non ufficiale, è costituito da diversi segmenti, ciascuno specializzato in diversi strumenti finanziari: per le obbligazioni corporate per le PMI è stato lanciato nel maggio 2010 il *Bondm*. Si tratta del primo segmento dedicato all'emissione ed allo scambio di corporate bond quotati a reddito fisso emessi da PMI, rivolgendosi sia ad investitori istituzionali sia retail. Gli investitori privati, in particolare, hanno l'opportunità sia negoziare tali titoli sul mercato secondario, sia di sottoscrivere direttamente le obbligazioni nel mercato primario, cioè in fase di *Initial Bond Offering* (IBO), poiché non è previsto il ricorso ad alcun *underwriter*: essi possono registrarsi per la sottoscrizione delle obbligazioni direttamente presso la Borsa di Stoccarda. Al febbraio 2013, la quota dichiarata di investitori retail nel segmento Bondm si aggira intorno al 40%.

Gli strumenti, i requisiti e il processo di emissione. Nel Bondm, le obbligazioni presentano tagli espressi in multipli di 1.000 euro. I titoli possono essere emessi anche come obbligazioni subordinate: in questo caso, è necessario che venga fornito il rating dell'emissione aggiornato ai 3 mesi precedenti la domanda di ammissione al Bondm.

I requisiti di ammissione al Bondm non sono stringenti. In particolare l'emittente è tenuto a: (i) redigere, in lingua tedesca o inglese, un *prospectus* approvato dal Regulator; (ii) stipulare un accordo con un *coach* (il c.d. Bondm coach agreement), un intermediario il cui compito è di supportare la società emittente nella fase di emissione, oltre che nell'essere nel continuo conforme alla disciplina di settore relativa agli obblighi informativi e di follow-up; (iii) presentare un *rating aggiornato* al massimo di 12 mesi ed emesso da un'agenzia specializzata riconosciuta dalla Borsa di Stoccarda; (iv) presentare il *bilancio certificato* dell'esercizio, che deve essere redatto in *forma estesa*, senza quindi le semplificazioni previste per le società a responsabilità limitata di piccole dimensioni. Ai fini della quotazione al Bondm non è richiesta la *due-diligence*.

Il processo di emissione. Il *periodo di sottoscrizione* dura al massimo 4 settimane. I bond possono essere *sottoscritti* direttamente attraverso il Bondm: esiste infatti un *canale di vendita elettronico* chiamato "Bondm subscription box", a cui partecipano oltre 100 investitori (sia

privati che banche), che inseriscono direttamente, o mediante un *investment advisor*, i loro ordini di acquisto; attraverso questo canale, alcune imprese riescono a concludere il collocamento in pochi giorni, o, addirittura, poche ore. In via alternativa, una porzione dell'emissione può essere collocata mediante un *selling agent* (tipicamente una 'boutique' di un investment banker o asset manager). Il selling attraverso il "Bondm subscription box" deve riguardare almeno il 50% dell'emissione: la previsione è volta a consentire ai piccoli risparmiatori la medesima possibilità di sottoscrizione degli investitori istituzionali. Appena aperta la sottoscrizione, gli ordini vengono evasi in ordine di prenotazione. In caso di *over-subscription*, l'emittente può emettere bond aggiuntivi rispetto a quanto dichiarato nel prospetto. In caso di *under-subscription*, l'impresa emette il quantitativo di bond richiesto, a patto che sia raggiunto il minimo (se previsto) definito nel prospetto informativo. Tipicamente, le imprese finora coinvolte hanno previsto una clausola secondo la quale, in caso di *under-subscription*, l'IBO sarebbe rimasta aperta 1 anno.

Dopo il periodo di sottoscrizione, l'obbligazione è ammessa al *mercato secondario*, dove il titolo vienesupportato da un QLP (*Quality Liquidity Provider*), che fornisce quotazioni nel continuo per ogni bond del segmento durante le ore di negoziazione. Il QLP che opera presso la Borsa di Stoccarda è rappresentato dal trader (privato) Euwax AG, che assicura la completa esecuzione degli ordini e la salvaguardia del principio del miglior prezzo. Il QLP infatti fa un matching degli ordini in acquisto e vendita e, se necessario, acquista e vende titoli in autonomia per fornire liquidità al titolo.

Per quanto riguarda gli *obblighi in fase di follow-up*, l'emittente è tenuto a rispettare alcuni obblighi in materia di *trasparenza* e di *informativa*, quali la pubblicazione del *bilancio* in forma estesa entro 6 mesi dalla fine dell'esercizio precedente, la pubblicazione della semestrale, la comunicazione di *notizie price-sensitive* e la pubblicazione di un *valido rating di follow-up* ogni 12 mesi.

La struttura e l'efficienza del mercato. Al giugno 2013, sono presenti 24 emissioni al Bondm a cura di 21 **emittenti**. Di queste, 7 non hanno rating: delle rimanenti 17, 6 sono caratterizzate da un rating investment grade ed 11 da un rating speculative grade. L'agenzia di rating maggiormente coinvolta dalle imprese per la valutazione del loro merito creditizio è la tedesca Creditreform. Le emissioni sono caratterizzate da una *durata* compresa tra i 3 ed i 7 anni e da una redditività media dell'8%. *L'importo medio di emissione* delle obbligazioni quotate al Bondm è di 65,5 milioni di euro. Con riferimento agli **investitori**, ad oggi, la quota degli investitori retail è pari a circa il 40%, non lontana dalla parità auspicata dalla stessa Borsa di Stoccarda tra investitori istituzionali e privati. Tra gli investitori istituzionali, è da rilevare che dal 2.4.2013 è operativo un fondo obbligazionario specializzato in corporate bond di PMI tedesche investment grade. In data 14.10.2013 il fondo gestiva un totale di assets pari ad € 9,70 ml. Il fondo presenta, ad oggi, un buon grado di diversificazione settoriale.

Per il mercato tedesco, sono state descritte 3 *emissioni* proposte al mercato negli ultimi anni: Ipsak per 30 Mln di €, interamente sottoscritta; Royalbeach per 25 Mln di €, sottoscritta in minima parte; Solarwatt per 25 Mln di €, ritirata.

Le valutazioni sui punti di forza/debolezza. I punti di forza evidenziati si concentrano nei requisiti delle emissioni, limitati ai principali aspetti legati al contenimento delle asimmetrie informative (prospetto informativo, bond coach agreement, certificazione di bilancio, rating), con effetti benefici sui tempi e costi delle emissioni. Particolare beneficio, potrebbe derivare anche dalla presenza del QLP per assicurare la liquidità ai mercati. Tra i potenziali fattori di debolezza, potrebbero individuarsi alcuni profili di controllo ex-ante ed ex-post dell'emittente

per limitare l'eventuale moral hazard dell'emittente (assenza di due diligence e di covenant) e di mercato (assenza di underwriting). Di fatto, per il successo delle emissioni, le PMI dovrebbero puntare sulla corretta comunicazione della propria credibilità e reputazione.

3. Il mercato francese: Euronext (B e C) ed Alternext

Il contesto. In Francia, *le PMI* rappresentano – sulla base di stime 2011 - circa il 99,8% delle imprese (in linea con la media dei paesi UE), producendo il 59% del PIL nazionale (in linea con la media UE) e impiegando il 63,9% della forza lavoro (inferiore di qualche punto percentuale rispetto alla media UE). Le evidenze relative all'accesso alla finanza segnalano che in Francia si verificano condizioni migliori rispetto alla media dei paesi UE, benché negli ultimi anni la situazione sia peggiorata.

L'organizzazione dei mercati finanziari. Ad oggi, in Francia, risultano operanti diversi segmenti di mercato dedicati alle negoziazioni obbligazionarie. In particolare, nel luglio 2012 il NYSE Euronext ha introdotto una nuova modalità di emissione di obbligazioni: l'Initial Bond Offer (IBO). Si tratta di una modalità di emissione obbligazionaria specificatamente dedicata alle PMI, attualmente prevista in 3 mercati: i segmenti B e C di Euronext (mercato regolamentato) ed Alternext (multilateral trading facility), presso la Borsa di Parigi. Euronext ed Alternext si rivolgono ad investitori istituzionali e retail. La disciplina sulle IBO viene emanata dal NYSE Euronext.

Gli strumenti, i requisiti e il processo di emissione. In particolare, l'IBO può essere effettuata sia da PMI quotate sul mercato francese (anche con capitalizzazione inferiore ai 100 ml di euro), sia da PMI francesi non quotate. Per la definizione di PMI si fa riferimento alla normativa europea (Raccomandazione 2003/361/CE). Le obbligazioni devono avere un *valore nominale unitario* di almeno 100 euro (o un suo multiplo) e la *scadenza* dei titoli emessi deve essere compresa tra i 5 e i 10 anni. Tutti i sottoscrittori sono considerati unsecured e non sono previsti covenant.

I requisiti di ammissione. Preliminarmente, l'ammontare minimo della emissione non deve essere inferiore ai 5 milioni di euro, mentre non è previsto alcun limite massimo. I requisiti richiesti per effettuare un'IBO sono piuttosto semplici: è necessario redigere un Prospectus approvato dal Regulator (Autorità des Marchés Financiers); è prevista la presenza di un rating, obbligatorio per le società con una capitalizzazione di mercato inferiore a 100 ml di euro e per le società non quotate definibili PMI ai sensi della normativa europea. In merito alle agenzie di rating, solo le società accreditate da ESMA (European Securities and Markets Authority) sono ammesse. Tra queste, sono state escluse le big three (Standard & Poor's, Moody's e Fitch), considerate "non adeguate" per valutare le PMI. Al contrario, sono state ammesse le seguenti società di rating: C.P.R. (Companhia Portuguesa de Rating), Euler Hermes Rating, Scope Credit Rating, CRIF e Creditreform Rating AG. Ai fini della realizzazione dell'IBO, è inoltre richiesto che l'impresa presenti gli ultimi tre bilanci certificati, redatti secondo i principi IFRS o local GAAP. I *costi* sostenuti dall'emittente sono, in generale, piuttosto contenuti.

Per le imprese che effettuano un'IBO sul mercato Alternext, è previsto un ulteriore requisito: la presenza di un listing sponsor. Quest'ultimo riveste un ruolo di supporto nella fase di pre-quotazione e si adopera affinché l'emittente rispetti gli obblighi di follow-up dopo la quotazione. Lo stato di sponsor viene riconosciuto da NYSE Euronext a fornitori di servizi di investimento, società di revisione o corporate finance specialists. Riguardo agli operatori, è inoltre previsto l'intervento di un financial advisor, che fornisce supporto nella preparazione dei

documenti e nella definizione della struttura finanziaria dell'operazione, e di un *avocat*, che si occupa degli aspetti legali legati all'IBO. Infine, unitamente al prospetto informativo, sono previsti degli obblighi di pubblicità dell'IBO relativi alle modalità di sottoscrizione ed alla *press release* da esporre sul sito dell'emittente, degli e-broker, dei social network e dei quotidiani finanziari, oltre a quello di Euronext.

Il processo di emissione. Il collocamento mediante IBO può essere operato tra investitori retail ed istituzionali. Il collocamento verso i *sottoscrittori retail* deve avvenire tramite banche ed e-brokers (la fase di sottoscrizione è simile a quello di un'IPO). Il *periodo di sottoscrizione* dura normalmente 3-5 settimane. Gli ordini degli *investitori istituzionali*, invece, vengono raccolti tramite bookbuilding. Dopo il periodo di sottoscrizione, l'obbligazione è ammessa al mercato secondario, dove il titolo può essere anche supportato da un *liquidity provider*, la cui presenza è comunque opzionale.

Nella *fase di follow-up*, tutte le società quotate sul NYSE Euronext e su Alternext sono obbligate a produrre le *informazioni price-sensitive*: le imprese quotate all'Euronext devono inoltre rispettare gli obblighi previsti dalla Direttiva 2004/109/EG (EU Transparency Directive), che stabilisce i requisiti minimi di *informativa finanziaria*; le imprese quotate in Alternext, invece, devono: (i) servirsi dei servizi di un *listing sponsor* durante tutto il periodo di quotazione; (ii) pubblicare *report* annuali e semestrali, sottoposti a revisione contabile, entro 4 mesi; (iii) pubblicare immediatamente qualunque informazione *price-sensitive*; (iv) rendere noto ogni superamento delle *soglie di proprietà* del 50% e del 95%; (v) pubblicare un report sulle *operazioni* degli amministratori.

La struttura e l'efficienza del mercato. Ad oggi, solo tre aziende hanno effettuato IBO di cui sono state descritte le rispettive proposte: Agrogeneration, per 15 Mln di €, sottoscritta in modo parziale per 9,4 mln; Capelli Group, per 15 Mln di €, sottoscritta in modo parziale per 11,7 mln di €; e Homair Vacances, per un importo compreso tra 5 e 20 Mln di €, sottoscritta in modo parziale per 15 mln di €.

Le valutazioni sui punti di forza/debolezza. La recente istituzione del mercato e le tre operazioni svolte consentono di delineare solo una prima parziale valutazione della dinamica di mercati. Tra i punti di forza, si possono evidenziare le agevolazioni concesse agli emittenti in termini di requisiti meno stringenti rispetto agli altri segmenti. Ciò si riflette positivamente sui minori tempi e costi dell'emissione. Dal punto di vista degli investitori, i sottoscrittori di obbligazioni emesse attraverso IBO godono, a differenza di quanto avviene in Italia (dove i minibond scontano l'ordinaria imposta sostitutiva del 20% sugli interessi maturati), di vantaggi fiscali, relativamente alle imposte patrimoniali e sul reddito. Per quanto riguarda l'imposta patrimoniale, le persone fisiche che investono in titoli di PMI e si impegnano a detenerli per almeno 5 anni beneficiano di una riduzione fino al 50% della "Impot sur la Fortune" che grava sull'investimento, con un limite massimo di 45.000 euro. In merito invece all'imposta sul reddito ("Impot sur le revenue"), le persone fisiche con domicilio fiscale in Francia che investono in titoli di PMI e si impegnano a detenerli per almeno 5 anni beneficiano di una detrazione del 18% dei versamenti effettuati, fino al 31 dicembre 2016, con un ammontare massimo ai fini della detrazione di € 9.000 per il singolo contribuente o di €16.000 per le coppie sposate o le unioni civili. Le 3 emissioni hanno evidenziato solo un parziale successo, probabilmente per la non elevata qualità degli emittenti ovvero per la mancanza del liquidity provider, solo opzionale.

4. Il mercato spagnolo: Mercado Alternativo de Renta Fija (Marfi)

Il contesto. In Spagna, *le PMI* rappresentano – sulla base di stime 2011 - circa il 99,9% delle imprese (in linea con la media dei paesi UE), producendo il 65,7% del PIL nazionale e impiegando il 75,6% della forza lavoro (entrambi gli indicatori maggiori di qualche punto percentuale rispetto alla media UE). Le evidenze relative all'accesso alla finanza segnalano che in Spagna tale aspetto rappresenta un fattore critico rispetto alla media dei paesi UE, nonostante alcuni segni di miglioramento.

L'organizzazione dei mercati mobiliari. In Spagna, i mercati dei valori mobiliari risultano particolarmente frammentati, organizzati in diversi comparti. Nell'ambito di tale articolazione, la Bolsas Y Mercados Españoles (BME) ha istituito l'AIAF, che ad oggi rappresenta il mercato spagnolo di riferimento per le obbligazioni societarie, operante dal 1987 e sviluppatosi dopo il 2000. È un mercato regolamentato che opera sotto il controllo e la supervisione della Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Nell'ambito dell'AIAF, tuttavia, le PMI incontrano numerose difficoltà di accesso alla quotazione per gli onerosi requisiti richiesti per l'accesso, rendendolo naturalmente più adatto per la quotazione di obbligazioni di imprese medio-grandi.

La creazione del Mercado Alternativo de Renta Fija (Marfi) rientra all'interno di un pacchetto di riforme messe in atto dal governo spagnolo con il Real Decreto Ley 4/2013 del 22/02/2013. Il nuovo mercato obbligazionario è il segmento del mercato AIAF dedicato alle PMI e la società di gestione ufficiale è la Bolsas y Mercados Espanoles (BME). Per l'operatività del mercato in questione, sarà però necessario attendere almeno la conclusione del 2013.

Gli strumenti, i requisiti e il processo di emissione. Sono ammesse alla quotazione sia le cambiali finanziarie che le obbligazioni. Quest'ultime possono essere sottoscritte solo da investitori istituzionali e presentano un taglio minimo maggiore o uguale ad euro 100.000. Prima dell'emanazione del decreto sviluppo, l'emissione di obbligazioni era consentita soltanto alle Sociedades Anonimas (SpA) nei limiti del patrimonio netto più le riserve risultanti dall'ultimo bilancio. Con la riforma, anche le società a responsabilità limitata possono emettere obbligazioni, a condizione che siano sottoscritte da investitori istituzionali o che il taglio minimo sia almeno di 100.000 euro.

I requisiti di ammissione al Marfi sono più flessibili rispetto a quelli previsti per i mercati secondari obbligazionari e sono finalizzati a garantire agli investitori un adeguato livello di trasparenza e di informazioni sulla solvibilità dell'emittente. In particolare, gli emittenti devono in primo luogo fornire informazioni relative all'emittente: l'iscrizione al registro delle imprese, lo statuto vigente, la delibera dell'emissione obbligazionaria degli organi sociali, l'accreditamento dei soggetti aventi poteri di firma, gli ultimi due bilanci annuali certificati senza rilievi, l'informativa sul rischio (informe de riesgo) o sulla solvibilità (informe de solvencia) emessa da un ente accreditato ESMA. Gli emittenti devono inoltre fornire informazioni relative all'emissione, quali la richiesta di ammissione dei titoli al mercato, l'iscrizione al sistema di registrazione, compensazione e liquidazione dei valori di IBERCLEAR, il certificado de vigencia (un documento che attesta che la società è in vigore) ed il prospetto informativo. Dopo aver effettuato l'emissione, gli emittenti hanno l'obbligo di fornire al mercato il bilancio annuale certificato (in caso di rilievi da parte degli auditor, va informato il mercato sulle soluzioni adottate per superarli) e di fornire le informazioni rilevanti.

Il processo di emissione. Durante la fase di emissione, l'emittente viene affiancato da un advisor, che ha il compito di consigliare l'azienda sulla conformità normativa al momento del rilascio e durante la vita dello strumento. Per assicurare le informazioni in tema di qualità

creditizia dell'emittente, non è richiesto il rilascio di giudizio di rating da parte di un'agenzia specializzata, ma è sufficiente una dichiarazione di solvibilità (informe de solvencia, emessa da società registrata e certificata da ESMA), le cui modalità sono decise dall'emittente, secondo le disposizioni e le esigenze degli investitori. È prevista in via opzionale la figura del liquidity provider per garantire la liquidità del mercato secondario.

La struttura e l'efficienza del mercato. Per quanto riguarda gli investitori, essendo il Marfi strutturato come un sistema multilaterale di negoziazione, quindi con minori garanzie rispetto ai mercati regolamentati, esso dovrebbe essere adatto ai soli investitori istituzionali. E' difficile prevedere il successo dell'iniziativa, ma secondo alcune previsioni il Marfi avrà un volume di negoziazioni potenziale pari ad 1 miliardo di euro nel primo anno, con circa 800 aziende che potrebbero rientrarvi, di cui il 53% industriali ed il 24% commerciali. Si stima inoltre che verranno effettuate tra le 20 e le 30 nuove emissioni ogni anno (secondo le stime del governo spagnolo) e la redditività, secondo Axesor, si attesterà tra il 6 ed il 10%.

Le valutazioni sui punti di forza/debolezza. Per quanto riguarda il futuro successo del Marfi, è importante segnalare che il governo, per garantire che ci siano investitori interessati alle prime emissioni, sta progettando una sotto-linea d'azione (1.000 milioni di euro nel 2013, per un totale di 3.000 milioni di euro in tre anni), nell'ambito della linea "ICO aziende e imprenditori 2013", per finanziare l'acquisizione da parte di enti finanziari di obbligazioni emesse da società spagnole e lo sviluppo del mercato obbligazionario nascente.

CONCLUSIONI E PROPOSTE

Il quadro delineato nella presente ricerca, attraverso l'analisi comparata dei quattro mercati di riferimento, rappresenta un'occasione per riflettere su uno dei temi strategici per lo sviluppo del sistema economico-produttivo del nostro Paese, costituito dal riequilibrio della struttura finanziaria delle PMI in Italia, tradizionalmente caratterizzata da bassa capitalizzazione ed eccessivo indebitamento, essenzialmente di natura bancaria, a breve termine.

In particolare, nuove condizioni di contesto inducono operatori e regolatori a considerare quello attuale un momento in cui sia finalmente possibile anche in Italia lo sviluppo di un mercato del debito delle PMI, in discontinuità rispetto al passato:

- dal lato della domanda, le dinamiche che caratterizzano il nuovo contesto competitivo, insieme alle attuali condizioni di debolezza ed incertezza da un punto di vista congiunturale, anche se in graduale attenuazione, richiedono un rafforzamento della struttura finanziaria delle PMI, attrici di buona parte del PIL del Paese, per non pregiudicarne redditività e capacità di investimento;
- dal lato dell'offerta, la nuova disciplina di vigilanza prudenziale di Basilea 3 introduce per le banche più stringenti prescrizioni in termini di capitale, leva finanziaria e liquidità, particolarmente onerose in questo momento per il perdurare della crisi economico-finanziaria, che - soprattutto nel segmento delle PMI - incrina le capacità di autofinanziamento e di onorare il servizio del debito e aggrava il grado di indebitamento, comportando il deterioramento della qualità degli attivi delle banche e l'inasprimento delle condizioni di accesso al credito per le imprese;
- il nuovo quadro normativo offerto dal decreto sviluppo, che disegna una disciplina di vantaggio per le emissioni di strumenti finanziari da parte di PMI non quotate, offrendo agevolazioni nell'emissione e nell'investimento in cambiali finanziarie e obbligazioni.

Insomma, tali fattori dovrebbero concorrere a convincere PMI e banche a modificare il loro tradizionale atteggiamento rispetto al mercato del debito: di chiusura e opacità, di scarsa capacità/volontà di accesso ai mercati finanziari da parte delle PMI, probabilmente poco disposte a rinunciare alla propria autonomia e indipendenza, soprattutto nell'ambito della governance e nelle scelte delle politiche di bilancio e fiscali; di antagonismo e conflittualità da parte delle banche, gelose del proprio primato nella dinamica competitiva del processo di intermediazione finanziaria delle PMI, in una nuova ottica rispetto al mercato di complementarietà ed alleanza.

Il nuovo quadro delineato in precedenza induce come detto gli operatori e regolatori a riflettere su una questione fondamentale:

- ***l'attuale configurazione della disciplina e dei mercati riuscirà a realizzare il concreto sviluppo di un mercato del debito (obbligazionario) in Italia, assicurando il conseguimento degli obiettivi degli emittenti, investitori e intermediari ed altri operatori del nuovo comparto del mercato del debito delle PMI?***

Si riflette, in concreto, sui contenuti della disciplina disegnata dal Decreto in tema di mini-bond, in quanto in tale normativa si ripongono molte aspettative circa la capacità di promuovere il cambiamento, rispetto a quelle di ritardarlo, come nel passato. In tale ottica, da più parti, nel nuovo quadro normativo offerto dal Decreto Sviluppo, viene concentrata l'attenzione sul potenziale significativo contributo che può essere offerto dai c.d. minibond, vale a dire quelle particolari emissioni obbligazionarie da parte di PMI non quotate, rivolte ad investitori istituzionali, che godono di peculiari agevolazioni (nei requisiti di emissione e fiscali) in caso di negoziazione.

La presente ricerca avvia la discussione sul tema, partendo dall'esame di analoghe esperienze sviluppate di recente in quattro paesi europei, in cui i mercati delle passività delle imprese sono presenti ed attivi o sono stati di recente istituiti. In concreto, l'analisi offre l'opportunità di scambiarsi alcune riflessioni intorno ai seguenti primi interrogativi:

- ***Sono presenti nell'esperienza europea analoghi mercati delle passività delle PMI?***
- ***Possono tali esperienze essere considerate come casi di successo?***
- ***Sono tali esperienze 'esportabili' o 'adattabili' nell'esperienza italiana, offrendo così impulso allo sviluppo di un mercato italiano?***

A questo riguardo, le indicazioni più significative derivano dal caso tedesco, rappresentato dal mercato **Bondm**, che ha infatti ispirato l'istituzione di mercati analoghi in altri Paesi europei. In particolare, l'analisi ha evidenziato che i principali driver di sviluppo del mercato sono:

- la previsione di requisiti di emissione semplificati (prospectus, Bond Coach Agreement, bilancio certificato, rating, obblighi di follow-up);
- l'assenza di vincoli legati all'emittente (settore di attività, forma societaria, ecc.);
- il contenimento dei tempi e dei costi di emissione
- la presenza di un liquidity provider (QLP)
- l'apertura ad investitori istituzionali e retail

L'analisi ha anche evidenziato alcuni casi di insuccesso sperimentati di recente e legati ad emissioni sottoscritte solo parzialmente o anche a casi di insolvenza degli emittenti. Ne è riprova il livello dei tassi delle emissioni, ancora particolarmente elevati. Probabilmente, la presenza di due diligence preventive, di underwriter per assicurare un elevato tasso di sottoscrizione delle emissioni e di covenant (non solo finanziari) da rispettare a garanzia degli investitori potrebbero supportare tali fattori di debolezza. In sintesi, il beneficio derivante dalla

semplificazione dei requisiti (e dei relativi costi) deve essere ricompensato da parte degli emittenti con un rafforzamento della propria reputation nei confronti dei propri investitori. Di significativa importanza è la presenza del liquidity provider; da approfondire è l'operatività dei fondi specializzati di recente istituzione.

Gli altri tre mercati rientranti nell'indagine non sembrano offrire particolari indicazioni utili per il nostro Paese. In particolare, il mercato norvegese 'Nordic ABM', pur accogliendo emissioni 'semplificate', è costituito da emittenti appartenenti al settore bancario ed assicurativo o al settore marittimo, peraltro di dimensioni elevate. Nessuna emissione è stata al momento operata da PMI. Anche il mercato francese 'NYSE Euronext', di recente istituzione, pur prevedendo requisiti agevolati e significativi vantaggi fiscali, è costituito solo da tre emissioni, con la presenza di imprese di dimensioni elevate. Infine, il caso spagnolo, rappresentato dal Mercado Alternativo de Renta Fija (MARFI) di recentissima istituzione, sembra molto simile a quello italiano: come avviene sull'Extramot Pro di Borsa Italiana, infatti, le obbligazioni sono riservate ad investitori professionali e sono previste procedure semplificate in modo da rendere più rapido e flessibile il processo di emissione. Al momento non esistono peraltro esperienze concrete da poter analizzare.

In sintesi, l'esperienza dei mercati obbligazionari esteri segnala che le semplificazioni previste dal quadro normativo per gli emittenti non sembrano essere determinanti per poter attrarre emittenti ed investitori. Esse probabilmente rappresentano la condizione necessaria, ma non sufficiente, per poter assicurare lo sviluppo del mercato del debito per le PMI. Altre condizioni strutturali del mercato necessarie sono rappresentate, assumendo un livello minimo di qualità degli emittenti, dalla diversificazione degli investitori (retail ed istituzionali) e dalla presenza di un market maker / liquidity provider. Uno dei motivi di successo del mercato tedesco consiste infatti nella figura obbligatoria del QLP (Quality Liquidity Provider), che fornisce quotazioni nel continuo per ogni bond del segmento durante le ore di negoziazione, assicurando la completa esecuzione degli ordini e la salvaguardia del principio del miglior prezzo. Nel caso di Extramot Pro, questo soggetto è, ad oggi, solo opzionale, poiché il regolamento del mercato prevede la presenza facoltativa di un operatore, anche solo in bid, qualora gli investitori abbiano bisogno di un mercato di scambio o di un pricing ufficiale. Da non dimenticare è poi il prezioso contributo che potrebbe svolgere il rating per assicurare le informazioni in tema di qualità creditizia dell'emittente e/o dell'emissione.

Infine, il 'semplice' obbligo di prevedere la redazione in lingua inglese di tutta l'informativa relativa all'emissione e alla negoziazione potrebbe rappresentare una agevolazione all'apertura di tali mercati a livello internazionale.

Sulla base del nuovo quadro regolamentare dei minibond in Italia e delle principali evidenze offerte dai quattro mercati analizzati nella presente ricerca, operatori e regolatori dovrebbero porsi una ulteriore domanda:

- ***Alla luce delle peculiarità italiane, quali possono essere le ulteriori linee di azione che potrebbero essere implementate per agevolare lo sviluppo del mercato dei minibond in Italia?***
- ***In particolare, quali strumenti potrebbero essere previsti per rendere concretamente possibili - per emittenti e investitori - minibond di importo ridotto e quale potrebbe essere la soglia di emissione ritenuta minima?***

In estrema sintesi, le proposte in discussione, all'indomani dell'approvazione della nuova disciplina sui minibond, e le iniziative annunciate riguardano:

- Con riferimento alla disciplina sugli strumenti:
 - correlare particolari programmi e forme di sistemi di garanzia, pubbliche e private, anche parziali, che mitighino (senza annullare) il rischio degli operatori economici coinvolti;
 - più in generale, disegnare specifiche procedure per aumentare la capacità di recupero del credito in caso di insolvenza degli emittenti, contenendone costi e tempi (come per le cambiali finanziarie).
- Con riferimento agli emittenti:
 - prevedere misure agevolative di diversa natura finalizzate a ridurre (direttamente o indirettamente) i costi (monetari o figurativi) di emissione/negoziazione degli strumenti finanziari.
 - Agevolazioni di natura finanziaria:
 - contributi finanziari una tantum a copertura parziale dei costi di emissione/negoziazione (consulenza, assistenza, compliance, tariffe/contributi, ecc.)
 - Agevolazioni di natura fiscale:
 - deducibilità accelerata dei costi una tantum di natura pluriennale
 - deducibilità di parte di quote di utili
 - deducibilità degli utili derivanti dai nuovi progetti finanziati dalle emissioni
 - Agevolazioni di natura contributiva:
 - sgravi aggiuntivi rispetto alle nuove assunzioni collegate ai nuovi progetti finanziati con le emissioni
 - Agevolazioni legate a specifiche 'ulteriori' deroghe al diritto societario:

Tali vantaggi per l'emittente potrebbero essere dedicati agli emittenti disposti a 'garantire' una maggiore trasparenza dei piani di sviluppo, migliori pratiche di governance (ad esempio, la presenza di amministratori indipendenti), ecc.
 - accrescere la liquidità dei mercati, prevedendo l'operatività, anche come opzione, di *liquidity provider/market maker*;
 - prevedere la possibilità di accreditamento di figure di advisor, agenzie di rating e auditor, anche di carattere domestico, specializzate, che siano responsabili di valutare, ex-ante, in itinere ed ex-post, le "informazioni quali-quantitative atte ad informare con completezza il mercato sull'evoluzione degli affari", in modo da rassicurare ed avvicinare i finanziatori al mercato, soprattutto per emittenti poco conosciuti e privi di brand o emissioni di piccole dimensioni;
 - sviluppare azioni volte ad aumentare il numero e la tipologia di investitori operanti in tali mercati; a tale scopo, si potrebbe:
 - agevolare l'istituzione di intermediari/fondi (o fondi di fondi) specializzati nella negoziazione e nella gestione di portafogli (individuali e collettivi) costituiti da passività di PMI; tali potrebbero agevolazioni relative a:

- Interventi legislativi specifici (generici o 'dedicati' a tipologie di fondi con determinate caratteristiche operative):
 - per agevolare la raccolta dei Fondi incentivando/dirottando gli impieghi dei tradizionali investitori istituzionali (del risparmio gestito, dei patrimoni assicurativi e previdenziali, creditizie e fondazioni bancarie), con specifici incentivi o, addirittura, prevedendo adeguati 'vincoli di portafoglio' (anche se non limitati ai mercati nazionali), nel rispetto di adeguati criteri selettivi;
 - Per tali soggetti, prevedere un ampliamento dei limiti regolamentari all'investimento in strumenti illiquidi
 - Estendere l'investimento anche dei privati, almeno limitatamente al segmento *affluent* e *private*, e per quelli con minore profilo di rischio anche ai risparmiatori retail;
- Interventi di vigilanza prudenziale:
 - Minori costi/requisiti di compliance in fase autorizzativa di Fondi costituiti da SGR già operanti
 - Minimi costi/requisiti di compliance in fase autorizzativa/gestione per Fondi di Fondi
 - Agevolare la raccolta dei Fondi incentivando le banche che investono direttamente in questi strumenti (o in loro derivati, quali fondi o fondi di fondi), attraverso la previsione di un sistema di RWA di vantaggio (rispetto a quelle previste nello standard o nei sistemi IRB).
- prevedere l'investimento anche dei privati, almeno limitatamente al segmento *affluent* e *private*, ed incentivare le loro scelte con specifiche forme di agevolazione all'investimento diretto o intermediato, per poi estenderlo - a determinate condizioni al segmento dei risparmiatori retail;
- promuovere la partecipazione diretto o intermediato di enti pubblici, associazioni di categoria (finanziarie e non), ecc., anche con mirate iniziative normative;
- accrescere l'investimento in tali strumenti (obbligazioni o quote di fondi/fund) da parte dei tradizionali investitori istituzionali (fondi comuni di investimento, assicurazioni, fondi pensione, casse di previdenza, ecc), con specifici incentivi o, addirittura, prevedendo adeguati 'vincoli di portafoglio' (anche se non limitati ai mercati nazionali), nel rispetto di adeguati criteri selettivi;
- promuovere tra gli intermediari creditizi la possibilità di creare un mercato delle passività delle imprese 'derivate', ad esempio, da trasformazione in obbligazioni di prestiti, ove la banca ad esempio potrebbe essere chiamata a valutare o anche a garantire l'emissione originata.
- agevolare le banche che investono direttamente in questi strumenti (o in

loro derivati, quali fondi o fondi di fondi), prevedendo un sistema di RWA di vantaggio (rispetto a quelle previste nello standard o nei sistemi IRB), anche se non assoluto, ma relativo ad esempio alla selezione e alla quota di diversificazione;