

Aprile 2020

## L'emissione dei basket bond quale nuova modalità alternativa di finanziamento delle PMI

Avv. Vanessa Solimeno, Partner, PLC Studio Legale

SOMMARIO: 1. Introduzione, 2. Definizione di “basket bond” e loro caratteristiche. Struttura dell’operazione, 3. Il quadro normativo di riferimento - Gli strumenti che possono (e non possono) essere sottoscritti da una SPV 130 alla luce della normativa vigente per strutturare l’Operazione Basket, 3.1. Gli strumenti che NON possono essere sottoscritti da una SPV 130, 4. Vantaggi e limiti delle Operazioni Basket, 5. Le altre forme di cd. Alternative Lending, 5.1 Direct Lending, 5.2 Peer to Peer Lending - Cenni

### 1. Introduzione

Con il termine “*basket bond*” ci si riferisce ad operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante la sottoscrizione o l’acquisto di obbligazioni o titoli simili da parte di una cd. *special purpose vehicle* (“**SPV 130**” o, più semplicemente, “**SPV**”), società veicolo di cartolarizzazione costituita ai sensi degli articoli 1 e 3 della legge 130 del 30 aprile 1999 (*Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*) (come successivamente modificata, la “**Legge sulle Cartolarizzazioni**” o, anche la “**Legge 130**”).

Il meccanismo, nel suo complesso, si basa sull’emissione, da parte della SPV 130, di titoli di cartolarizzazione ai sensi dell’articolo 5 della Legge 130 (cd. **Titoli ABS**, *asset backed security*<sup>1</sup>), che hanno come sottostante non – come di norma avviene – crediti pecuniari,

---

<sup>1</sup> Il processo di emissione di un ABS (la *securitisation* di matrice anglosassone) consiste nell’atto attraverso il quale una società (nella maggior parte dei casi, una banca, ma anche una società commerciale) scorpora dal proprio bilancio uno o più crediti (di varie tipologie, *in bonis* ovvero, nella maggior parte dei casi, *non performing*) da essa vantati nei confronti di uno o più debitori ceduti e, con l’obiettivo di generare maggiore liquidità, li cede - unitamente ai flussi finanziari da essi generati - sul mercato (ad una SPV). Ciò che distingue gli ABS dai comuni *bond* risiede nella stretta correlazione esistente tra il pagamento cedole/rimborso delle obbligazioni a scadenza con le somme incassate dai crediti ceduti (sia interessi, sia rimborso del credito a scadenza). Ai sensi dell’articolo 3, secondo comma, della Legge sulle Cartolarizzazioni, “*i crediti relativi a ciascuna operazione [...] i relativi incassi e le attività finanziarie acquistate con i medesimi costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società [id est, la SPV] e da quello relativo alle altre operazioni*”; pertanto, le somme successivamente incassate, a fronte

bensì un *pool* di titoli genericamente intesi. Pertanto, i flussi di cassa dei titoli obbligazionari in capo alla SPV 130 e che andranno a soddisfare i diritti incorporati nel *basket bond* emesso dalla SPV saranno a loro volta generati dal pagamento degli interessi e dal rimborso del capitale delle obbligazioni che fungono da *collateral* al Titolo ABS.

In ragione della circostanza che l'emissione è garantita da un paniere (*basket*) di titoli obbligazionari, i Titoli ABS emessi dalla SPV 130 vengono più propriamente definiti come CDO, acronimo di *collateralized debt obligation*, ad indicare proprio che il *basket bond* ha come “collaterale” altri titoli di debito.

La norma di riferimento è il comma 1-bis dell'articolo 1 della stessa Legge sulle Cartolarizzazioni, ai sensi del quale quest'ultima “*si applica altresì alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante la sottoscrizione o l'acquisto di obbligazioni e titoli similari ovvero cambiali finanziarie, esclusi comunque titoli rappresentativi del capitale sociale, titoli ibridi e convertibili, da parte della società di cartolarizzazione. Nel caso di operazioni realizzate mediante sottoscrizione o acquisto di titoli, i richiami ai debitori ceduti si intendono riferiti alla società emittente i titoli*” (il “**Comma 1 Bis**”). Tale comma, inserito nella Legge sulle Cartolarizzazioni per la prima volta dal D.L. 23 dicembre 2013, n. 145 (come sostituito dalla legge di conversione 21 febbraio 2014, n. 9), è stato poi ulteriormente ampliato nella sua portata applicativa lo scorso anno dalla L. 30 dicembre 2018 n. 145 (**Legge di Bilancio 2019**), la quale ha aggiunto altresì che “*Nel caso in cui i titoli emessi dalla società di cartolarizzazione siano destinati a investitori qualificati ai sensi dell'articolo 100 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, i titoli di debito destinati ad essere sottoscritti da una società di cartolarizzazione possono essere emessi anche in deroga all'articolo 2483, secondo comma, del codice civile e il requisito della quotazione previsto dall'articolo 2412 del medesimo codice si considera soddisfatto rispetto alle obbligazioni anche in caso di quotazione dei soli titoli emessi dalla società di cartolarizzazione*”.

È visione unanime<sup>2</sup> che l'inserimento (nel 2013) ed il successivo ampliamento (nel 2019) del Comma 1 *Bis* nella Legge sulle Cartolarizzazioni siano da interpretarsi come un tentativo esplicito del Legislatore di ampliare il novero delle modalità alternative di finanziamento alle imprese, creando un canale alternativo a quello tradizionale bancario.

---

della gestione dei crediti sono destinate *in via esclusiva* al pagamento dei diritti incorporati nell'ABS e al pagamento dei costi generali della *securitisation*.

<sup>2</sup> Si vedano, tra gli altri: A. Izzi, Cartolarizzazioni: le modifiche introdotte dalla Legge di Bilancio 2019, in Altalex, 18/02/2019; GOP *Legal Update* Diritto Bancario – Le recenti modifiche alla Legge 130/1999 introdotte dalla Legge di Bilancio 2019; e L. Morello, R. Trionte, E. Brugnoli, Le nuove disposizioni in materia di CDO, in Diritto Bancario, 11/02/2019, dove si sottolinea come “*La Legge 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti [...] è stata negli ultimi anni oggetto di numerose modifiche da parte del legislatore, volte principalmente a prevedere nuove tipologie di operazioni di cartolarizzazione. Queste nuove strutture, che si affiancano allo schema tipico della cessione dei crediti oggetto di cartolarizzazione, ben si adattano alla realtà economica italiana degli ultimi anni, caratterizzata (da una parte) da una notevole presenza di non-performing loans e (dall'altra) dalla difficoltà per le piccole e medie imprese di ottenere nuova finanza tramite il tradizionale canale bancario.*”

Il fenomeno del cd. *credit crunch* (lett., “*stretta creditizia*”, ovvero il progressivo restringimento dei canali di accesso al credito da parte di intermediari finanziari, in particolare banche, a favore delle imprese, in presenza di una speculare crescente domanda di finanziamenti) che in larga misura ha avuto inizio con la crisi del 2008, ha determinato, infatti, l’avvio di un processo di crescente interesse proprio verso fonti di finanziamento alternative al sistema bancario tradizionale<sup>3</sup>; processo rispetto al quale il Legislatore è stato, in taluni casi, anticipatore, ma, in altri, inseguitore.

Già a partire dal 2012<sup>4</sup>, numerose erano state le misure adottate per far fronte all’inasprimento delle condizioni di accesso al credito delle imprese italiane e alla grave crisi sistemica da queste ultime affrontata.

Tra i più noti, si ricordino gli interventi normativi relativi alla disciplina di quelli più comunemente (seppure impropriamente) conosciuti come “*mini-bond*”, ed in particolare, il D.L. 83/2012 convertito in legge 134/2012 (“**Decreto Sviluppo**”); il D.L. 145/2013 convertito dalla Legge 9/2014, (“**Decreto Destinazione Italia**”); e il D.L. 91/2014 convertito dalla Legge 116/2014 (“**Decreto Competitività**”). Lasciando al prosieguo dell’esposizione la trattazione delle caratteristiche normative di questo istituto, giova qui ricordare solo come, dati alla mano, dal 2012 (anno di loro introduzione) sino al 30 giugno 2019, ben 279 sono state le piccole e medie imprese che hanno emesso *mini-bond*, per un valore complessivo di oltre 5 miliardi di Euro (solo nei primi mesi del 2019 sono stati emessi 37 *mini-bond* per un totale di 307 milioni di Euro<sup>5</sup>), avvalorando così sempre più l’assunto secondo il quale in Italia i *mini-bond* sono diventanti e si stanno affermando come uno strumento acceleratore di crescita.

È proprio in questo frangente che vanno contestualizzate le novità normative che hanno introdotto, a partire dal 2013, i *basket bond* nel nostro ordinamento, rientrando questi ultimi tra i vari canali di finanziamento alternativo per la clientela *corporate*, che si stanno, recentemente, sviluppando e rivelando tra i più efficaci per far avvicinare ai mercati finanziari aziende di dimensioni minori<sup>6</sup>.

---

<sup>3</sup> M. Dallochio – A. Salvi, *Finanza aziendale 1. Finanza ordinaria*, Ed. Egea, 2011, i quali hanno giustamente fatto notare come le “*possibilità di finanziamento per le imprese italiane sono andate progressivamente riducendosi negli ultimi anni anche a causa dalla profonda crisi economica e finanziaria che ha colpito l’Europa. Nei prossimi anni si dovrà assistere al passaggio da una struttura finanziaria d’impresa con un capitale di terzi estremamente orientato al canale bancario, ad un’altra in cui convergono anche altre forme di finanziamento*”.

<sup>4</sup> Fino al 2012, infatti, come si avrà modo di spiegare meglio nel prosieguo del lavoro, il mercato del credito per le imprese italiane, ed in particolare per le PMI, non permetteva di accedere a fonti di finanziamento provenienti da investitori non appartenenti al novero delle banche e/o intermediari autorizzati, in ragione di diverse circostanze: la riserva di legge per banche e intermediari finanziari; un regime penalizzante di ritenute sugli interessi e imposte indirette; forme di garanzie rigide e complesse; tempi di esecuzione gravosi in caso di *default*.

<sup>5</sup> Dati Confindustria, 6 dicembre 2019.

<sup>6</sup> Finanza per la Crescita, Strumenti Finanziari Innovativi, *Newsletter* a cura dell’Area Comunicazione di Confindustria, 6 dicembre 2019.

Questo strumento, infatti, come si cercherà di spiegare – proprio per la sua struttura e caratteristiche – ha più di altri la capacità di coniugare, da un lato, l’attrazione di finanziamenti a medio-lungo termine da parte di investitori istituzionali e, dall’altro, emissioni di obbligazioni di tagli singolarmente contenuti.

Giova, per altro, evidenziare come lo strumento del *basket bond* sia stato ammesso quale forma di finanziamento alternativo alle imprese nella misura in cui la SPV, pur non essendo un intermediario finanziario sottoposto direttamente alla vigilanza di Banca d’Italia, sia indirettamente vigilata tramite la presenza del *master servicer*, il soggetto che, ai sensi della legge 130, verifica che l’operazione sia conforme alla legge e al prospetto informativo e che, obbligatoriamente, deve essere scelto tra banche o intermediari finanziari iscritti nell’albo previsto dall’articolo 106 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385. Questa circostanza fa emergere come la *ratio* della riserva di legge per la concessione di finanziamenti (di cui si dirà in seguito) sia mantenuta.

Lo scopo del presente lavoro consisterà, pertanto, nell’inquadramento dello *strumento basket bond*, della sua struttura e delle sue caratteristiche, così come si sono evolute alla luce delle più recenti modifiche apportate alla Legge sulle Cartolarizzazioni, evidenziandone altresì le differenze rispetto ad altre due modalità di finanziamento alternativo alle imprese che stanno prendendo piede nelle prassi di mercato e si stanno affacciando prepotentemente sul terreno del cd. *alternative lending*: il *direct lending* e il *peer to peer Lending*.

Nel momento in cui si scrive, stiamo inoltre assistendo al totale *lockdown* delle attività produttive non essenziali, causato dal dilagare della pandemia COVID-19 (attualmente in corso) che sta determinando un inevitabilmente ed enorme impatto per l’intero tessuto imprenditoriale del nostro Paese<sup>7</sup>, rendendo così quanto mai attuale l’esigenza di interrogarsi su quali siano, attualmente, e quali potrebbero essere, in prospettiva, gli strumenti più adeguati per garantire alle imprese un migliore e più rapido accesso alla liquidità della quale hanno e continueranno ad avere sempre più bisogno<sup>8</sup>, soprattutto in

---

<sup>7</sup> Per una più specifica analisi dottrinale dei possibili effetti del Coronavirus su alcuni settori nevralgici dell’economia e, conseguentemente, delle conseguenze che esso avrà sulle normative vigenti, ci sembra opportuno ricordare, tra gli altri: G. Corno, L. Panzani - I Prevedibili effetti del Coronavirus sulla disciplina delle procedure concorsuali, in *Crisi d’Impresa e Insolvenza*, 25/03/2020; F. Cristini, L’evoluzione del Fintech e la pandemia mondiale, in *Diritto Bancario*, 2/4/2020; A. Debernardi, F. Cattaneo, Emergenza Covid-19: le misure adottate di impatto per banche e clienti, in *Diritto Bancario*, 2/4/2020.

<sup>8</sup> Ad avviso di chi scrive, infatti, strumenti più “tradizionali” di concessione di liquidità alle imprese quali, ad esempio, quello del ricorso allo schema del *factoring*, potrebbero, nel breve periodo, essere non efficaci o, addirittura, non percorribili, soprattutto per quelle imprese operanti in settori non essenziali. Uno dei problemi principali che stanno affrontando le imprese in questo periodo è, infatti, proprio quello di non avere fatture da scontare in ragione dell’interruzione forzata e sistemica della maggior parte delle attività produttive. Non è un caso, infatti, che, benché recentemente UniCredit Factoring abbia lodevolmente siglato un accordo che prevede un *plafond* di oltre 130 milioni di Euro a beneficio dei fornitori del Gruppo PAM per sostenere il proprio ciclo attivo e fronteggiare l’emergenza Covid-19, tale accordo, per l’appunto, ha interessato proprio il settore della GDO.

contesti di drastiche riduzioni del fatturato.

## 2. Definizione di “*Basket Bond*” e loro caratteristiche. La struttura dell’operazione.

I *basket bond* sono, come si diceva, strumenti di finanziamento parallelo al sistema bancario, finalizzati *in primis* a consentire l’accesso al mercato dei capitali a quelle piccole e medie imprese (le “**PMI**”<sup>9</sup>) o a quelle società a piccola e media capitalizzazione (cd. “*Small Cap*” o “*Mid Cap*”<sup>10</sup>) che, altrimenti, non avrebbero – singolarmente – una appetibilità tale da attrarre a sé investimenti da parte di investitori qualificati e istituzionali.

Lasciando al prosieguo dell’esposizione la trattazione delle tipologie e caratteristiche dei titoli obbligazionari sottostanti che possono (ovvero, all’opposto, non possono) essere sottoscritti da una SPV 130 alla luce della normativa vigente, ci si vuole innanzitutto soffermare sulla struttura complessiva delle operazioni di cartolarizzazioni realizzate mediante l’emissione di *basket bond* (nel prosieguo, per semplicità, “**Operazioni Basket**”) e sui vari *steps* attraverso i quali tali operazioni si realizzano.

Ci si riferisce, in particolare, a: (i) l’individuazione e la selezione delle Imprese Emittenti (come *infra* definite); (ii) l’emissione dei Titoli Sottostanti (come *infra* definiti) da parte delle Imprese Emittenti previamente selezionate; e (iii) la costituzione della SPV 130, la sottoscrizione da parte della stessa dei Titoli Sottostanti e l’emissione dei Titoli ABS.

### *i) Primo Step: individuazione e selezione delle Imprese Emittenti (ovvero dei debitori finali)*

Il processo di emissione di *basket bond* prende il via, *in primis*, con l’identificazione e la successiva selezione delle imprese e società (nel nostro caso, le PMI, Mid Cap o Small Cap) che potranno aderire all’Operazione Basket procedendo all’emissione dei titoli obbligazionari che saranno poi sottoscritti dalla SPV 130 (nel prosieguo, le “**Imprese Emittenti**”, ed i relativi titoli, i “**Titoli Sottostanti**”).

A tal riguardo, si impone sin da subito una precisazione: per *basket bond* si può sicuramente intendere anche una operazione in cui la SPV 130 emette Titoli ABS sottoscrivendo Titoli Sottostanti emessi da una sola e singola Impresa Emittente (una emissione, cosiddetta, *stand-alone*, allo stesso modo delle cartolarizzazioni di crediti

---

<sup>9</sup> Per Piccole Imprese si intendono le aziende italiane ed europee con meno di 50 occupati e un fatturato o bilancio annuo non superiore ai 10 milioni di euro. Per Medie Imprese si intendono le imprese italiane ed europee che hanno un massimo di 250 unità lavorative e un fatturato inferiore o uguale ai 50 milioni di euro o un totale di bilancio annuo non superiore ai 43 milioni di euro (si veda a tal proposito la *Raccomandazione della Commissione Europea del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese*, 2003/361/CE).

<sup>10</sup> In particolare si definiscono Mid Cap le società per azioni con una capitalizzazione di borsa compresa tra i 2 e i 10 miliardi di Euro e Small Cap quelle con una capitalizzazione di borsa tra i 300 milioni di Euro e i 2 miliardi di Euro (si parla, pertanto, di Large Cap per identificare società con 10 miliardi di Euro di capitalizzazione di borsa).

*single name*): la norma di riferimento infatti è sempre il Comma 1-*bis* dell'articolo 1 della Legge 130, ed i relativi *basket bond* sono a tutti gli effetti dei CDO.

Tuttavia, per una molteplicità di circostanze, si è portati a pensare alle Operazioni Basket come solo a quelle operazioni coinvolgenti una pluralità di Imprese Emittenti. Tale assunto sembrerebbe potersi avvalorare in base alle seguenti considerazioni.

*Prima considerazione*: di ordine strettamente “storico/linguistica”.

Il termine “*basket*” indica, per l'appunto, un “paniere”, termine che lascia intendere come vi sia quale sottostante al titolo “una pluralità” di *asset* collaterali. Inoltre, se osserviamo storicamente le emissioni di *basket bond* realizzate finora, notiamo come queste abbiano sempre coinvolto una pluralità di Imprese Emittenti individuate per caratteristiche comuni quali, ad esempio, quella di appartenere alla stessa filiera economica, o area geografica, o fase di sviluppo (si veda, ad esempio, l'esperienza dell'ELITE Basket Bond, su cui *infra*).

*Seconda considerazione*: correlata alla *ratio* stessa dell'istituto del *basket bond*.

La forza intrinseca dello strumento *basket bond* sembrerebbe risiedere proprio nella circostanza che, alla base dello stesso, vi sia una pluralità di Imprese Emittenti. Come si accennava nell'Introduzione, infatti, in un contesto di *credit crunch* quale quello attuale, con conseguente difficoltà di accesso al credito “tradizionale” (sotto forma di finanziamento bancario)<sup>11</sup>, imprese di piccole e medie dimensioni potrebbero non avere, singolarmente, la forza di reperire sul mercato la liquidità necessaria per compiere investimenti e non riuscirebbero, pertanto, ad attrarre investimenti emettendo singolarmente obbligazioni o titoli di debito di piccolo taglio (facendo quindi emissioni *stand-alone* che avrebbero scarsa appetibilità per investitori “*di grosso calibro*”).

Questa difficoltà sembrerebbe potersi superare proprio attraverso l'utilizzo di uno strumento grazie al quale le Imprese Emittenti operano “congiuntamente” e ad interfacciarsi al mercato sia la sola SPV 130, con la sua struttura complessa e garantista, la sua *insolvency remoteness* e la possibilità di emettere Titoli ABS di taglio più ampio rispetto ai piccoli tagli dei Titoli Sottostanti, nonché con tassi di interesse più interessanti, appetibili anche ad investitori istituzionali.

*Terza considerazione*: la possibilità di concedere (ed accedere) a *garanzie mutualistiche* tra le Imprese Emittenti.

Infine, un ulteriore vantaggio che deriva dalla circostanza che vi siano una pluralità di Imprese Emittenti (e che lascia, quindi, pensare che i *basket bond* abbiano più successo

---

<sup>11</sup> L'indebitamento bancario ha una marcata componente pro-ciclica, tale per cui vi è la tendenza ad incrementare l'offerta di finanziamenti da parte delle banche soprattutto nelle fasi positive dell'economia e, viceversa, a ridurla in quelle negative; questa è, infatti, una delle ragioni che hanno portato al fenomeno del *credit crunch*, il razionamento dei prestiti erogati dalle banche che ha determinato una stretta creditizia.

come struttura “pluralista” e “corale” da un punto di vista soggettivo) deriva, ad esempio, dall’utilizzo della garanzia mutualistica quale strumento di *credit enhancement*<sup>12</sup>: capita sovente, infatti, che nelle Operazioni *Basket*, ciascuna Impresa Emittente garantisca non solo i propri obblighi di pagamento ma anche quelli delle altre Imprese Emittenti. In tale modo, si mitiga il rischio di credito del paniere con il risultato di ottenere una durata del finanziamento non reperibile attraverso il canale bancario tradizionale né con una emissione obbligazionaria cd. *stand-alone*, a un costo vantaggioso per ogni Impresa Emittente. La garanzia mutualistica, a maggior ragione, potrebbe essere concessa reciprocamente proprio tra quelle Imprese Emittenti strettamente connesse tra loro (perché appartenenti, ad esempio, alla stessa filiera), che avrebbero, pertanto, un interesse anche personalistico a prestarla<sup>13</sup>.

È per le ragioni *testé* menzionate che la prassi ha per lo più visto svilupparsi Operazioni *Basket* caratterizzate da una pluralità di Imprese Emittenti e, conseguentemente, da una pluralità di Titoli Sottostanti che fungono, rispettivamente, da debitorici e da *collateral* dei Titoli ABS emessi dalla SPV 130.

Quanto alle modalità di identificazione e selezione delle Imprese Emittenti, queste ultime vengono solitamente selezionate applicando criteri prestabiliti, che mirano a determinare – tra le stesse Imprese Emittenti – una certa *omogeneità economico/finanziaria* e/o di *settore merceologico* di appartenenza<sup>14</sup>: lo scopo, evidentemente, è quello di creare una categoria di rischio il più possibile uniforme ed omogenea per gli investitori che andranno

---

<sup>12</sup> Quando si parla di meccanismi di *credit enhancement* ci si riferisce, in generale, a quell’insieme di strumenti utilizzati per migliorare il merito creditizio dei titoli di debito emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione e che permettono di ridurre il rischio di credito dei titoli cartolarizzati e, conseguentemente, di accedere ai finanziamenti ad un costo inferiore. Solitamente, i *credit enhancements* possono essere interni alla struttura dell’operazione (nei casi in cui le perdite del portafoglio cartolarizzato siano assorbite dalla struttura stessa della cartolarizzazione), oppure possono essere forniti da soggetti terzi esterni, con un conseguente aggravio di costi.

Sono *credit enhancement* esterni, di fatto, quelli che risultano, appunto, da garanzie “esterne” alla struttura della cartolarizzazione. Un esempio di *credit enhancement* esterno sono i *surety bond*: nel caso di *default* nel portafoglio di mutui e prestiti sottostante all’emissione di titoli ABS, vi è una garanzia finanziaria di un soggetto terzo esterno che provvede a rimborsare le perdite generate dal *pool* di asset cartolarizzati.

Tra i vantaggi delle Operazioni *Basket*, pertanto, vi è proprio la possibilità di prevedere meccanismi di *credit enhancement* interni quale, *in primis*, la previsione di garanzie mutualistiche tra Imprese Emittenti. Oltre a quella appena citata, si fa riferimento, anche, alla previsione di una garanzia mutualistica finanziata al *closing* dell’operazione dalle stesse società emittenti sotto forma di *cash collateral*.

<sup>13</sup> Si veda in proposito “*Basket Bond, una nuova opportunità di accesso al credito per le imprese italiane*”, su [www.elite-network.com](http://www.elite-network.com).

<sup>14</sup> Sembrerebbe essere immediato il parallelismo tra questi criteri di identificazione delle Imprese Emittenti nelle Operazioni *Basket* e quelli più comunemente noti come cd. *eligibility criteria*, utilizzati nelle operazioni di cartolarizzazione *revolving* per l’identificazione e selezione dei portafogli successivi ammessi al programma di cartolarizzazione. Tali criteri, di norma, rispecchiano gli obiettivi che vuole perseguire l’*arranger* dell’operazione di cartolarizzazione e possono, pertanto, essere differenti; ad esempio, la forma tecnica del finanziamento, la tipologia delle garanzie a supporto degli asset cartolarizzati, o del tasso di interesse (fisso o variabile), la vita residua o l’ammontare residuo dei crediti cartolarizzati, le caratteristiche o la localizzazione geografica dei debitori ceduti.

a sottoscrivere, a loro volta, i Titoli ABS emessi dalla SPV 130.

Alla luce delle operazioni di fin qui realizzate, l'omogeneità tra le Imprese Emittenti selezionate può intendersi in vario modo. A titolo esemplificativo si può riportare la seguente casistica:

**a) omogeneità strutturale ed economica delle Imprese Emittenti:** se si prende, infatti, ad esempio la prima esperienza italiana in assoluto di emissione di *basket bond* (i cd. “*Elite Basket Bond*”<sup>15</sup>) si nota come l'operazione in questione sia rivolta esclusivamente ad imprese aderenti al *Programma ELITE* di Borsa Italiana: tale programma coinvolge imprese che stanno intraprendendo un percorso di sviluppo da un punto di vista organizzativo e manageriale, ma soprattutto, che hanno requisiti omogenei in termini di fatturato, risultato operativo, utile netto e *non quotazione* su mercati regolamentati<sup>16</sup>;

**b) omogeneità del settore di destinazione delle sottoscrizioni:** guardando, in secondo luogo, all'esperienza dell'*Export Basket Bond Programme* dell'aprile 2019<sup>17</sup> (anch'esso destinato ad imprese facenti parte del Programma ELITE), si deduce, altresì, come l'emissione da parte delle Imprese Emittenti possa essere finalizzata al finanziamento di investimenti per l'internazionalizzazione delle stesse;

**c) omogeneità della filiera di appartenenza delle Imprese Emittenti:** esaminando, invece, l'esperienza del cd. “*Basket Bond Turismo Veneto/Spiagge*” del settembre 2019, si ricava come ulteriore criterio per l'identificazione e selezione delle imprese prenditori dei finanziamenti possa essere quello della attività produttiva svolta dalle stesse e l'appartenenza alla medesima rete produttiva che le rende intimamente interconnesse tra loro. Nel caso in questione, infatti, l'operazione<sup>18</sup> ha visto coinvolto il distretto turistico

---

<sup>15</sup> L'operazione di ELITE Basket Bond del dicembre 2017 coinvolge in particolare dieci imprese che emisero obbligazioni di importo compreso tra gli 8 a 10 milioni di Euro, per un ammontare complessivo di 122 milioni di euro. In quel caso fu determinante il ruolo assunto da CCDDPP (Cassa Depositi Prestiti) e dalla BEI (Banca Europea per gli Investimenti), che hanno investito nell'operazione per oltre l'80%.

<sup>16</sup> Nello specifico il Programma ELITE coinvolge società che hanno: (i) un fatturato superiore ai 10 milioni di Euro (ovvero, superiore ai 5 milioni di Euro ma con una crescita nell'ultimo anno superiore al 15%), (ii) un risultato operativo superiore del 5% rispetto al fatturato, (iii) un utile netto positivo e (iv) la non quotazione.

<sup>17</sup> L'*Export Basket Bond Programme* consiste nel programma di emissioni obbligazionarie da 500 milioni di Euro finalizzate a supportare l'internazionalizzazione delle imprese italiane aderenti al Programma ELITE, per concedere loro finanza a medio-lungo termine a supporto del loro processo di internazionalizzazione. L'innovativo meccanismo si basa sull'emissione di un titolo (ABS) garantito da un *pool* di *minibond*, emessi da Società Elite e garantiti da SACE. L'ammontare emesso è stato pari a 50 milioni di Euro con CDP che ha agito in qualità di “*anchor investor*” con un investimento pari a 25 milioni di Euro nel primo *closing*.

<sup>18</sup> L'operazione ha visto la partecipazione di enti quali la Confcommercio Veneto, la Confturismo Veneto, Fidi Impresa e Turismo Veneto e ha coinvolto circa 50 imprese, tutte situate lungo la costa veneta. Il taglio unitario di ogni singolo *minibond* che costituisce il ‘paniere’ (il *basket*, per l'appunto) è compreso fra i 200 mila e il milione di euro, in funzione della dimensione dell'impresa emittente. Nel complesso, l'insieme dei *minibond* avrà un valore nominale di oltre 5 milioni di Euro.



costiero (della costa veneta);

**d) omogeneità geografica/regionale delle Imprese Emittenti:** guardando, infine, all'esperienza di due *basket bond* regionali, in Campania e in Puglia, si deduce come ulteriore criterio di selezione possa essere quello legato al territorio di appartenenza e operatività delle imprese coinvolte. La spinta derivante dal *funding*, pertanto, in tal caso è volta a favorire la realizzazione di progetti di espansione, rafforzamento e innovazione da parte di imprese (PMI) locali, nell'ottica di rilancio del territorio.

Va da sé che la duttilità, snellezza e trasversalità dello strumento *basket bond* concede, altresì, molta libertà quanto alla scelta dei criteri comuni di selezione ed individuazione delle Imprese Emittenti. Inutile sottolineare che ovviamente tali criteri risentono e dipendono inevitabilmente dalle condizioni economiche o dal momento storico contingente, nonché dalla spinta che si intende fornire ad uno o più settori dell'economia.

Prendendo a spunto l'attuale emergenza da COVID-19, si potrebbe ad esempio immaginare di utilizzare lo strumento *basket bond* quale veicolo per la concessione di liquidità sia, da un lato, selezionando e accorpando nel *paniere* quei settori dell'economia e quelle filiere produttive che più di altre in questo momento necessitano di essere finanziate per essere operative a pieno regime (il pensiero va, inevitabilmente, alle imprese che producono – o hanno riconvertito la loro attività per produrre – materiale sanitario, mascherine protettive, macchinari respiratori, eccetera); ma anche, all'opposto, strutturando Operazioni *Basket* basate su criteri di selezione ed individuazione delle imprese che prediligano i settori di attività *non* produttive, la cui operatività è stata sospesa a causa dell'emergenza sanitaria e che più di altri necessitano di forme di cd. *alternative lending*. Vedremo, tuttavia, come il semplice strumento del *basket bond* di per sé non è sufficiente ad attrarre i capitali da parte degli investitori; tale strumento, infatti, sarebbe reso ancor più efficace ed efficiente se allo stesso si accompagnassero concessione di agevolazioni in forma di garanzia o altri strumenti di mitigazione del rischio di credito riservati, tipicamente, salvo poche eccezioni, al solo tradizionale canale di finanziamento "bancario" (quali, ad esempio, il pieno accesso al Fondo di cui all'art. 2, comma 100, lett. A) della L. 662/1996, il Fondo di garanzie per le PMI, di cui si discorrerà in seguito).

***ii) Secondo Step: emissione dei Titoli Sottostanti da parte delle Imprese Emittenti e coinvolte nell'Operazione Basket***

Una volta stabiliti i criteri comuni di identificazione delle Imprese Emittenti coinvolte nell'Operazione *Basket*, queste ultime procedono all'emissione degli strumenti finanziari che verranno poi sottoscritti dalla SPV 130.

Solitamente, nelle Operazioni *Basket*, i Titoli Sottostanti, seppure vengano emessi da una molteplicità di Imprese Emittenti, presentano tuttavia – proprio in virtù dell'omogeneità economico/finanziaria con cui vengono selezionate le Imprese Emittenti da inserire nel *paniere* – le stesse identiche condizioni economico/finanziarie in termini di durata finale

(*maturity*), di tasso (*interest rate*), di piani di rimborso/ammortamento (*redemption*), eccetera. Unica differenza può essere rappresentata dall'ammontare massimo dell'emissione che, singolarmente, può differenziarsi da impresa ad impresa.

Quanto, infine, alla tipologia di strumenti emessi dalle Imprese PMI, Mid Cap e Small Cap coinvolte, questi potranno essere di varia natura. Per una puntuale trattazione di questi strumenti si rimanda al prosieguo dell'esposizione<sup>19</sup>.

**iii) Terzo Step: costituzione della SPV 130, sottoscrizione dei Titoli Sottostanti da parte della SPV 130 ed emissione dei Titoli ABS**

I titoli emessi dalle Imprese Emittenti saranno sottoscritti da una SPV 130, una società veicolo di cartolarizzazione costituita ai sensi dell'articolo 3 della Legge sulle Cartolarizzazioni, il cui oggetto esclusivo è, per l'appunto, la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione.

Il prezzo di sottoscrizione dei *bond* emessi dalle Imprese Emittenti viene, pertanto, finanziato dalla SPV 130 mediante l'emissione, da parte della SPV 130, di una o più classi di Titoli ABS (i CDO), ai sensi dell'articolo 5 della Legge 130. Ovviamente, i Titoli ABS emessi a fronte della sottoscrizione, da parte delle SPV 130, dei Titoli Sottostanti, presenteranno una struttura finanziaria e termini economici e finanziari, in termini di durata, di tasso, di piani di rimborso *ecc.*, calibrati e tarati rispetto ai *cash flows* degli stessi Titoli Sottostanti emessi dalle Imprese Emittenti, in modo tale di conferire all'Operazione *Basket* una unità finanziaria ancor prima che strutturale.

Va da sé che l'utilizzo di una SPV 130 rappresenta assieme il fulcro e la forza intrinseca dello strumento del *basket bond* dal punto di vista degli investitori: questi ultimi, infatti, sottoscrivendo i Titoli ABS, investiranno solo indirettamente nei Titoli Sottostanti emessi dalle Imprese Emittenti e contestualmente beneficeranno del regime di *favor* previsto dalla Legge 130 in materia di cartolarizzazioni.

Se infatti, da un lato, per gli investitori finali, il profilo di rischio dell'*asset class* sottostante (*id est*, i Titoli Sottostanti emessi dalle Imprese Emittenti) rimane lo stesso (seppure mitigato dal "paniere" e dalle eventuali garanzie mutualistiche concesse dalle Imprese Sottostanti), è anche vero, dall'altro, che gli investitori dei Titoli ABS beneficeranno di tutti i vantaggi propri della Legge 130, ben noti al mercato, quali, a mero titolo esemplificativo si ricordano i seguenti:

a) *struttura societaria*: anzitutto, questo tipo di società vengono costituite come "scatole vuote" ad appannaggio esclusivo dell'operazione di cartolarizzazione, solitamente detenute, direttamente ovvero indirettamente da *trust* di partecipazione (*stichting* olandesi) di per sé non fallibili;

---

<sup>19</sup> Sul punto si veda *infra*, Paragrafo 3 del presente elaborato.

b) inoltre, beneficiano della cd. *insolvency remoteness*<sup>20</sup>: sul patrimonio della SPV 130 e, in particolare, quindi, sulle somme rinvenienti dalla gestione degli *asset* cartolarizzati, non sono ammesse azioni da parte di soggetti diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto delle attività sottostanti (i cd. “**Portatori dei Titoli**” o “**Noteholders**”), in quanto tali somme possono essere utilizzate dalla SPV 130 esclusivamente per il soddisfacimento dei crediti vantati nei suoi confronti dai *Noteholders*<sup>21</sup> e per il pagamento dei costi dell'operazione;

c) *regime di opponibilità della cessione*: ai sensi dell'art. 4 della Legge 130, la pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale della cessione rende la cessione efficace nei confronti degli aventi causa del cedente che non abbiano reso il loro titolo efficace verso i terzi prima della data di pubblicazione, nonché nei confronti dei creditori del cedente che non abbiano pignorato i crediti prima della stessa data. Peraltro, è proprio dalla data di pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale, sui crediti acquistati e sulle somme versate dai debitori sono ammesse soltanto azioni a tutela dei diritti degli investitori e delle banche; e

d) *termini di revocatoria fallimentari abbreviati*: la revocatoria fallimentare (di cui agli articoli 65 e 67 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267 - la “**Legge fallimentare**” - ovvero di cui all'articolo 164, comma 1 e articolo 166 del decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14 - il “**Nuovo Codice della Crisi**”) non si applica ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti alla società cessionaria e si applica nei termini ridotti rispettivamente da due anni a sei mesi e da un anno a tre mesi alle operazioni di cartolarizzazione.

Si impone inoltre in questa sede un veloce riferimento alla potenziale applicabilità del Regolamento Europeo n. 2402/2017 in vigore dal 1° gennaio 2019 (il “**Regolamento UE sulle Cartolarizzazioni**”).

Qualora, infatti, nel contesto della cartolarizzazione, la SPV 130 procedesse all'emissione di più classi di Titoli ABS, con la conseguente segmentazione del rischio di credito associato ad un'esposizione o al portafoglio di esposizioni, ovvero qualora venissero emesse più classi di titoli aventi, tra gli stessi, una gerarchia in termini di distribuzione delle perdite e del rischio (il c.d. *tranching*), l'Operazione *Basket* ricadrebbe nell'ambito di applicazione del Regolamento UE sulle Cartolarizzazioni, con la conseguente applicabilità di numerosi ed onerosi obblighi a carico dei soggetti coinvolti dall'operazione, tra i quali si ricordano, a mero titolo esemplificativo:

- Obbligo di Mantenimento del Rischio<sup>22</sup> (*Articolo 6*), cd. *retention rule*;

<sup>20</sup> Sul punto, si veda P. Carrière, Le nuove frontiere della cartolarizzazione: tra profili sistematici e incertezze di disciplina, in *Rivista di Diritto Bancario*, n. 11/2017.

<sup>21</sup> Ovvero “*dalle controparti dei contratti derivati con finalità di copertura dei rischi insiti nei crediti e nei titoli ceduti*” (articolo 2, comma 2-bis della Legge sulle Cartolarizzazioni).

<sup>22</sup> Nel caso in cui le parti non abbiano concordato che tale compito spetta al cedente o al prestatore originario, lo sponsor deve mantenere su base continuativa un interesse economico rilevante nella

- Obblighi di Trasparenza<sup>23</sup> (Articolo 7);
- Rispetto dei criteri di concessione dei crediti<sup>24</sup> (Articolo 9); e
- Obblighi di *due diligence*<sup>25</sup> (Articolo 5).

Lasciando in altre sedi, per mancanza di tempo e non pertinenza *strictu sensu* a quanto oggetto del presente lavoro, l'esposizione più puntuale della portata innovativa del Regolamento UE sulle Cartolarizzazioni<sup>26</sup>, si rimanda al prosieguo della trattazione la disamina, in particolare, del cosiddetto “*divieto di ricartolarizzazione*” previsto da tale Regolamento, che entrerebbe in gioco qualora l'Operazione *Basket* avesse come *asset sottostante* altri titoli ABS.

### **3. Il quadro normativo di riferimento. Gli strumenti che possono (e non possono) essere sottoscritti da una spv 130 alla luce della normativa vigente per strutturare l'operazione *Basket***

Dopo aver descritto la struttura dell'Operazione *Basket*, analizziamo adesso più nel dettaglio la tipologia di strumenti finanziari che possono ricadere nel “paniere” e costituire il sottostante delle Operazioni *Basket*.

A tal riguardo, la normativa di riferimento quando si parla di *basket-bond* è da rinvenirsi

---

cartolarizzazione non inferiore al 5% (c.d. *Retention*), alternativamente secondo una delle modalità disciplinate dal medesimo articolo sub paragrafo 3. Se non viene concordato a chi spetti mantenere tale interesse, questo deve essere mantenuto dal cedente. In ogni caso non può essere considerato cedente “il soggetto che è stato costituito o che opera esclusivamente al fine di cartolarizzare esposizioni”.

<sup>23</sup> Lo Sponsor può essere il soggetto designato (in alternativa al cedente e al prestatore originario) a mettere a disposizione dei detentori di posizioni verso la cartolarizzazione e di potenziali investitori (almeno) le seguenti informazioni: a. documentazione contrattuale dell'operazione; b. l'informativa trimestrale sulle esposizioni sottostanti oppure, nel caso degli ABCP, l'informativa mensile sui diversi crediti sottostanti riguardante; c. le “*informazioni privilegiate*” come individuate all'Articolo 17 del Regolamento (UE) n. 596/2014, e, anche qualora non rientrino nel novero delle suddette informazioni privilegiate, le informazioni relative a: (i) qualsiasi evento significativo che determini una violazione sostanziale degli obblighi stabiliti nei documenti dell'operazione; (ii) deroghe (o consensi) risultanti dalle suddette violazioni; (iii) modifiche alle caratteristiche strutturali dell'operazione produttive di effetti rilevanti sulla performance della cartolarizzazione; (iv) modifiche delle caratteristiche di rischio della cartolarizzazione (o delle esposizioni sottostanti) in grado di produrre un effetto rilevante sulla performance della cartolarizzazione; e (v) qualsiasi modifica rilevante dei documenti dell'operazione.

<sup>24</sup> Consiste nell'obbligo di applicare alle esposizioni da cartolarizzare gli stessi criteri – solidi e ben definiti – per la concessione di crediti che si applicano alle esposizioni non cartolarizzate nonché obbligo di predisporre sistemi efficaci per applicare tali criteri e procedure al fine di assicurare che la concessione dei crediti sia basata su una valutazione approfondita del merito di credito del debitore

<sup>25</sup> Solo per le operazioni ABCP interamente garantite, lo sponsor verifica che il cedente o prestatore originario, che non sia un ente creditizio o un'impresa di investimento, conceda tutti i crediti che danno luogo alle esposizioni sottostanti basandosi su criteri solidi e ben definiti e su precise procedure per modificare, rinnovare e finanziare tali crediti.

<sup>26</sup> Si veda, su tutti, C. D'Auria, *Il Nuovo Securitisation Framework*, in *Diritto Bancario*, 20/11/2018.

nelle seguenti disposizioni:

- a. nel più volte richiamato Comma 1 Bis dell'articolo 1 della Legge 130;
- b. negli articoli 2410 e seguenti del codice civile, in merito alla disciplina delle obbligazioni emesse da SPA (società per azioni);
- c. nell'articolo 2483 del codice civile, relativo alla disciplina dell'emissione di titoli di debito da parte di SRL (società a responsabilità limitata);
- d. nel Decreto Sviluppo e il Decreto Sviluppo *Bis*, relativamente all'introduzione dei cd. *mini-bond*; e
- e. nel Decreto Crescita, per ciò che concerne la disciplina ivi contenuta delle cambiali finanziarie.

In particolare, la norma generale cui aver riguardo è il Comma 1 Bis della Legge 130, ai sensi del quale la Legge 130 si applica altresì alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante la sottoscrizione o l'acquisto (da parte di una SPV 130) di obbligazioni e titoli simili ovvero cambiali finanziarie, ad esclusione, in ogni caso, di titoli rappresentativi del capitale sociale o titoli ibridi e convertibili.

Come accennato, lo scorso anno, la Legge di Bilancio 2019 ha ampliato notevolmente la portata applicativa del Comma 1 Bis, che di fatto fino a quel momento permetteva la strutturazione di Operazioni Basket aventi come sottostante quasi esclusivamente obbligazioni emesse da SPA.

Sulle deroghe civilistiche introdotte nella Legge 130 dalla Legge di Bilancio 2019 ci soffermeremo nel contesto della trattazione dei singoli strumenti che possono formare oggetto di Operazioni Basket.

Tuttavia, prima di analizzare nello specifico le tipologie di titoli obbligazionari che possono essere sottoscritti dalle SPV 130, è opportuno tracciare una linea di demarcazione rispetto a ciò che, invece, non può ricadere nel “*paniere*”, e resta così escluso dalle Operazioni *Basket*.

### **3.1 Gli strumenti che NON possono essere sottoscritti da una SPV 130**

Il Comma 1 *Bis* esplicitamente dispone che non possono formare oggetto di cartolarizzazione (i) titoli rappresentativi del capitale sociale, (ii) titoli ibridi e (iii) titoli convertibili. Vengono escluse così, di conseguenza, dal novero degli strumenti sottoscrivibili da una SPV 130, le seguenti categorie di strumenti finanziari:

- a) le azioni nonché le quote, che rappresentano l'apporto dei soci al capitale della società;
- b) gli strumenti finanziari che, per caratteristiche patrimoniali e potestative, sono “a

metà strada” tra le obbligazioni e le azioni (e che li rendono, per l’appunto, “ibridi”<sup>27</sup>);

- c) gli strumenti che attribuiscono al loro possessore la facoltà di decidere se rimanere creditore della società emittente per tutta la durata del prestito, oppure se, in determinati periodi, convertire il proprio *status* da creditore a socio (azionista) sulla base di un rapporto di cambio predeterminato nel regolamento di emissione (ovvero, le obbligazioni convertibili in azioni di cui all’articolo 2420-bis del codice civile)<sup>28</sup>.

Si ritiene che la *ratio* del Legislatore – escludendo la possibilità in capo ad una SPV 130 di sottoscrivere strumenti di tale natura – sia stata quella di vietare, *in primis*, la partecipazione delle SPV 130 al cd. capitale di rischio, il quale, per definizione, è strettamente connesso al rischio d’impresa<sup>29</sup>.

A differenza dei titoli obbligazionari che, come è noto, attribuiscono all’obbligazionista il diritto al rimborso del capitale e alla corresponsione di un interesse (fisso o variabile) indipendentemente dal risultato di gestione dell’impresa, al capitale di rischio non è, infatti, associata una remunerazione minima, la quale dipende squisitamente dal risultato di gestione raggiunto dall’impresa. Nel caso di perdite rilevanti dell’impresa, con conseguente avvio di procedure di liquidazione, i diritti dei titolari del capitale di rischio

---

<sup>27</sup> Dalle prassi di mercato, si evince come si parli di titoli ibridi in presenza di strumenti che hanno, in generale, le seguenti caratteristiche: sono subordinati a tutte le altre emissioni obbligazionarie di una società, con la conseguenza che, in caso di fallimento della stessa, i loro possessori hanno diritto a percepire un rimborso solo dopo che saranno stati rimborsati tutti gli altri obbligazionisti ma prima che si cominci a rimborsare gli azionisti; hanno una durata molto lunga, di norma superiore al decennio o, non di rado, perpetua (circostanza questa che li avvicina molto alle azioni o alle quote societarie); inoltre, vengono strutturati in modo che l’emittente abbia diritto al rimborso anticipato del prestito rispetto alla scadenza del titolo, con conseguente maggiorazione della cedola da corrispondere al creditore nel caso di rimborso anticipato, ma con la possibilità, altresì, di prevedere il cd. *interest deferral* che attribuisce all’emittente il diritto di ritardare il pagamento di una o più cedole quando la situazione finanziaria di quest’ultimo sia tanto grave da richiederla.

<sup>28</sup> Per una trattazione più completa e puntuale delle obbligazioni convertibili in azioni si vedano: V. Cimmino, L’emissione di obbligazioni convertibili in azioni, in *Società*, 2014, 4, 393; M.L. Passador, la protezione dell’investimento in obbligazioni convertibili: quali alternative al diritto d’opzione), in *Società*, 2015, 2, 140; G. Andreani, A. Tubelli, Gli effetti fiscali della conversione del credito in capitale, in *Fisco*, 2019, 44, 4207.

<sup>29</sup> Il rischio che deriva dall’attività, intesa in senso lato, di una SPV è il cd. “rischio di credito”. Il rischio di credito consiste nel rischio che nell’ambito di un’operazione creditizia variamente intesa il debitore non assolva, anche solo in parte, ai suoi obblighi di rimborso del capitale e/o al pagamento degli interessi al suo creditore. Diverso e più ampio, invece, il rischio d’impresa, concetto legato alla gestione e alle scelte imprenditoriali nella ampia conduzione di un’azienda, le quali concorrono a produrre risultati che possono essere positivi (profitti) o negativi (perdite); il rischio di impresa è connesso all’idea stessa di impresa ed è un concetto non solo esistente da sempre ma anche sempre presente in tutto l’arco temporale della gestione di un’attività. Sul punto, si veda A. Cozzolino, la responsabilità dell’imprenditore e il rischio di impresa, in *Salvis Juribus*, Lavoro, 31 gennaio 2019; Berardi A., Rischio di credito e Basilea 2, Università di Verona, (2009); De Laurentis G., Il credito alle imprese dopo la crisi, Roma, Bancaria Editrice, (2011).

sarebbero postergati rispetto al rimborso degli altri creditori della società (tra i quali, appunto, gli obbligazionisti)<sup>30</sup>.

Inoltre, il Legislatore sembrerebbe aver voluto confermare la natura di “scatola vuota” tipica delle SPV 130, alle quali non sono (e non vogliono essere) demandati compiti “gestori” degli *asset* cartolarizzati che comportino lo svolgimento di una attività *lato sensu* d’impresa<sup>31</sup>, quale può essere quella che si sostanzia nel detenere i diritti di voto riconosciuti in capo agli azionisti o ai quotisti.

La portata generale e inderogabile di questo principio sembra essere, altresì, confermata proprio da una lettura globale della Legge 130, laddove l’unica eccezione a tale principio è esplicitamente prevista stata prevista unicamente dal terzo comma dell’articolo 7.1 con riferimento alle cessioni di crediti deteriorati da parte di banche e intermediari finanziari, e quindi nel contesto di una previsione eccezionale, aggiunta dal Legislatore per incentivare la dismissione dei crediti deteriorati al fine di alleggerire il sistema bancario italiano<sup>32</sup>. In tal caso, infatti, viene eccezionalmente consentito alla SPV 130 di acquisire o sottoscrivere azioni, quote e altri titoli e strumenti partecipativi, ma solamente quale conseguenza della conversione di parte dei crediti detenuti dalla società veicolo e al precipuo fine di migliorare le prospettive di recupero degli stessi nonché il ritorno *in bonis* del debitore ceduto.

#### ***(i) Obbligazioni emesse da SPA ex artt. 2410 e ss. del codice civile***

Venendo alla trattazione delle diverse fattispecie di strumenti sottoscrivibili da parte di una SPV 130 nel contesto di Operazioni Basket, *in primis* vi sono anzitutto i classici titoli

---

<sup>30</sup> Sul punto si veda P. Gobio Casali, I Finanziamenti dei soci tra postergazione e azioni revocatorie, in *Il Caso.it*, 5 giugno 2017; G. Romano, La natura “sostanziale” del regime della postergazione dei finanziamenti soci, in *Il Societario*, 29 giugno 2019; S. Papini, La postergazione del finanziamento dei soci è applicabile anche alle S.p.A., in *Il Societario*, 24 settembre.

<sup>31</sup> Di norma, infatti, l’attività “imprenditoriale” della SPV è limitata, per tramite di mandatari (il *Master Servicer* e lo *Special Servicer*) al mero incasso e recupero dei crediti, non una gestione attiva degli stessi (si veda sul punto Legal Update, *Diritto Bancario*, Modifiche alla legge sulla cartolarizzazione dei crediti, GOP, Luglio 2017).

<sup>32</sup> Il primo comma dell’art. 7.1 della Legge 130, in particolare, dispone che “*Alle cessioni di crediti, qualificati come deteriorati in base alle disposizioni dell’autorità competente, ceduti da banche e intermediari finanziari iscritti nell’albo di cui all’articolo 106 del testo unico bancario aventi sede legale in Italia, ovvero, su istanza del debitore, effettuate nell’ambito di operazioni aventi una valenza sociale che prevedano la concessione in locazione al debitore, da parte della società veicolo di appoggio, dell’immobile costituito in garanzia del credito ceduto, si applicano altresì le disposizioni del presente articolo*”. Si precisa inoltre che nelle operazioni in cui la SPV può acquistare o sottoscrivere azioni, quote e altri titoli e strumenti partecipativi ovvero concedere finanziamenti, la società di cartolarizzazione deve individuare un soggetto (dotato di competenza ed autorizzazioni necessarie) cui sono conferiti, nell’interesse dei portatori dei titoli, compiti di gestione o amministrazione e potere di rappresentanza. Qualora tale soggetto sia una banca, un intermediario finanziario iscritto nell’albo i cui all’articolo 106 del Testo Unico Bancario, una società di intermediazione mobiliare o una società di gestione del risparmio, lo stesso soggetto dovrà verificare anche la conformità dell’attività e delle operazioni della società di cartolarizzazione alla legge e al prospetto informativo.

obbligazionari emessi da società per azioni ai sensi degli articoli 2410 e ss. del codice civile.

Come è noto, le *obbligazioni societarie* consistono in titoli di credito (nominativi o al portatore) emessi da società per azioni (ovvero, in accomandita per azioni) che si differenziano dalle *azioni* per il fatto che non rappresentano quote di partecipazione alla società e non attribuiscono ai loro possessori la qualità di socio, ma attribuiscono un mero titolo di credito del sottoscrittore nei confronti della società emittente a percepire, periodicamente, l'interesse stabilito dal regolamento del titolo obbligazionario nonché, alla scadenza, la restituzione del capitale.

Se l'articolo 2410 attribuisce genericamente, salvo diversamente stabilito, la competenza a deliberare l'emissione di obbligazioni in capo agli amministratori, è poi l'articolo 2412 del codice civile che disciplina più puntualmente quali siano i limiti all'emissione delle stesse<sup>33</sup>. In particolare, giova in questa sede ricordare che:

- a) le società per azioni possono emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato;
- b) tale limite può essere superato solo se le obbligazioni emesse in eccedenza vengono sottoscritte da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali;
- c) tuttavia, i suddetti limiti non trovano applicazione nel caso in cui le obbligazioni siano destinate a circolare e ad essere quotate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione.

Relativamente a quest'ultimo requisito della quotazione delle obbligazioni delle SPA, si ricorda come la Legge di Bilancio 2019, oltre alla deroga sui titoli di debito emessi da SRL (sulla quale si veda *infra*), ha altresì inserito nel Comma 1 *Bis* una ulteriore deroga, prevedendo che il requisito della quotazione sia comunque rispettato se ad essere quotati siano anche soltanto direttamente i Titoli ABS emessi dalla SPV 130<sup>34</sup>.

In pratica, quindi, nelle Operazioni Basket la SPV 130 può sottoscrivere Titoli Sottostanti

---

<sup>33</sup> Sul punto, si vedano DI SABATO, *Manuale delle società*, Milano, 2011; Campobasso, *Le obbligazioni*, in *Tratt. delle società per azioni* diretto da Colombo e Portale, 5, Torino, 1988, 521 ss; CAVALLO BORGIA, *Azioni e obbligazioni di società. I grandi orientamenti della giurisprudenza civile e commerciale* diretta da Galgano, 5, Padova, 1988; PISANI, *Le obbligazioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, *Liber amicorum* Campobasso diretto da Abbadessa-Portale, Torino, 2006.

<sup>34</sup> Tale deroga ha avuto un impatto importante, in ragione della circostanza che il requisito della quotazione previsto dall'articolo 2412 c.c. è richiesto dal codice civile affinché la S.p.A. possa emettere obbligazioni oltre il limite civilistico del doppio del capitale sociale e delle riserve; tale limite si considera soddisfatto rispetto alle obbligazioni (sottoscritte dalla SPV) anche in caso di quotazione dei soli titoli emessi dalla stessa SPV (sul punto, si veda tra gli altri L. Morello, E. Brugnoli, *Le nuove disposizioni in materia di CDO*, in *Diritto Bancario, Finanza*, 11 febbraio 2019).



emessi da Imprese Emittenti che siano S.P.A. ovvero S.A.P.A. solo nei seguenti casi:

1. **titoli obbligazionari non quotati**, solo se viene rispettato il limite quantitativo dell'emissione (somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato);
2. **titoli obbligazionari quotati**;
3. a seguito dell'ultima modifica introdotta dalla Legge di Bilancio 2019, anche **titoli obbligazionari non quotati, purché venga poi quotato il Titolo ABS**.

A tale ultimo riguardo, appare evidente il regime di *favor* che il Legislatore ha, all'opposto previsto nei confronti dei titoli di debito emessi da SRL, laddove non è richiesta la quotazione del Titolo ABS, ma basta che lo stesso sia sottoscritto da investitori qualificati (sul punto si veda paragrafo seguente).

***(ii) Titoli di debito emessi da SRL ex art. 2483 del codice civile***

Con la riforma del diritto societario avvenuta nel 2003 per mezzo del D. Lgs. 6/2003, è stato riscritto *ex novo* l'art. 2483 del codice civile, rubricato per l'appunto "*titoli di debito*", al fine di introdurre anche a favore delle società a responsabilità limitata una tipologia di strumento finanziario del quale queste erano orfane, al fine di permettere alle stesse di attingere a fonti di finanziamento ulteriori rispetto al canale bancario.

Tuttavia, il Legislatore del 2003 aveva sottoposto la possibilità di procedere ad emissione di titoli di debito da parte di una società a responsabilità limitata a stringenti vincoli normativi<sup>35</sup>.

---

<sup>35</sup> In particolare, la normativa prevede quanto segue: a. la possibilità di emettere titoli di debito deve essere espressamente prevista dallo Statuto della S.r.l. emittente, il quale può facoltativamente determinare altresì i limiti e le modalità dell'emissione nonché le maggioranze necessarie per assumere la decisione; b. la competenza a decidere l'emissione di titoli di debito può essere attribuita dallo Statuto alternativamente alla assemblea dei soci o agli amministratori. In ogni caso, tale delibera deve risultare da atto scritto al fine dell'iscrizione dello stesso presso il Registro delle Imprese, secondo quanto disposto dal III comma dell'art. 2483 cc.; c. ai sensi dall'art. 5 della Deliberazione del 19 luglio 2005, n. 1058 del Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio (CICR), i titoli di debito devono essere emessi con un taglio minimo unitario di almeno 50.000 Euro (non sono previsti per legge, invece, limiti quantitativi quanto all'ammontare massimo dei titoli emessi); d. i titoli di debito emessi ex art. 2483 cc devono essere emessi quali titoli nominativi o all'ordine; si esclude, quindi, la legittimità di emissione di titoli al portatore; e. sotto il profilo del contenuto patrimoniale dei titoli di debito, esso può essere determinato secondo quanto previsto dall'art. 2411 c.c. in materia di obbligazioni emesse da una S.p.A.

Quanto al contenuto patrimoniale dei titoli di debito, in linea di principio è possibile strutturare l'emissione in maniera molto libera. Si possono immaginare, infatti: (i) titoli di debito postergati, ovvero incorporanti un diritto alla restituzione subordinato al soddisfacimento degli altri creditori della società (ma mai postergati rispetto ai diritti incorporati in azioni o quote); (ii) interessi sui titoli di debito riconosciuti sia in misura fissa o variabile; (iii) titoli di debito il cui pagamento potrà essere determinato sia a scadenze periodiche, mediante la riscossione delle cedole allegate al titolo, sia in unica soluzione alla data di scadenza

Tra questi si ricorda in particolare il limite previsto dal secondo comma dell'articolo 2483 del codice civile, il quale (tuttora) dispone che i titoli di debito possono essere sottoscritti esclusivamente da soggetti vigilati (*id est*, “*investitori professionali soggetti alla vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali*”), limitandone pertanto la sottoscrizione, principalmente a banche e intermediari finanziari sottoposti a vigilanza.

La Legge di Bilancio 2019, intervenendo sul Comma 1 Bis della Legge 130, ha introdotto una importante e significativa eccezione rispetto alle disposizioni codicistiche, stabilendo che nel caso in cui i Titoli ABS emessi dalla SPV 130 siano destinati ad essere sottoscritti da *investitori qualificati*<sup>36</sup> ai sensi dell'articolo 100 del decreto legislativo 24 febbraio

---

del titolo (c.d. debito *zero coupon*); (iv) i titoli indicizzati, i cui tempi ed entità del pagamento degli interessi variano in dipendenza di parametri legati all'andamento economico della società (al pari di quanto previsto per le s.p.a., rispettivamente, dal primo e dal secondo comma dell'art. 2411 c.c.). Sul punto e per una trattazione completa si veda A. Dalmartello, Sottoscrizione e circolazione dei titoli di debito di società a responsabilità limitata, Riv. Dir. Civ., 2011, 2, 20125; G. Di Domenico – G- Rebecca, Titoli di debito emessi dalle s.r.l. - vincoli all'emissione e vantaggi fiscali: successiva cessione ai soci, in Fisco, 2010, 13 - parte 1, 1962.

<sup>36</sup> L'Art. 100 T.u.f., per quel che riguarda la definizione di Investitore Qualificato, rimanda ai regolamenti attuativi emanati dalla Consob.

In particolare: (i) Il Reg. CONSOB n. 11971/1999 (Regolamento Emittenti) all'art. 34-ter, comma 1, lett. b) dispone che per investitori qualificati si intendono “i soggetti indicati all' articolo 35, comma 1, lettera d), del regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari, adottato dalla Consob con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018 e successive modifiche [ovvero, il Regolamento Intermediari]”; e (ii) il summenzionato art. 35, comma 1, lettera d), del Reg. CONSOB n. 20307/2018 (Regolamento Intermediari), a sua volta, contiene la definizione di “cliente professionale” per tale intendendosi “il cliente professionale privato che soddisfa i requisiti di cui all'Allegato n. 3 al presente regolamento e il cliente professionale pubblico che soddisfa i requisiti di cui al regolamento emanato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze ai sensi dell'articolo 6, comma 2-sexies, del Testo Unico”.

Ai nostri fini non interessa la definizione di “Cliente Professionale Pubblico” per tale intendendosi il Governo della Repubblica e Banca d'Italia ovvero Regioni, le Province autonome di Trento e Bolzano, i soggetti di cui all'articolo 2 del decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, nonché gli enti pubblici nazionali e regionali, a condizione che i richiedenti soddisfino determinati requisiti.

Per “Investitore Qualificato” si intendono, pertanto, i seguenti soggetti:

- Clienti professionali di diritto

Si intendono clienti professionali per tutti i servizi e gli strumenti di investimento: (i) i soggetti che sono tenuti a essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, siano essi italiani o esteri quali: a) banche; b) imprese di investimento; c) altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati; d) imprese di assicurazione; e) organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi; f) fondi pensione e società di gestione di tali fondi; g) i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci; h) soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia (*locals*); i) altri investitori istituzionali; l) agenti di cambio; (ii) le imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali: - totale di bilancio: 20 000 000 EUR; - fatturato netto: 40 000 000 EUR; - fondi propri: 2 000 000 EUR;

(iii) gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie.

- Clienti professionali su richiesta su richiesta

1998, n. 58 (il “**Testo Unico Finanziario**”), i titoli di debito emessi dalla SRL possono essere sottoscritti anche dalla SPV 130 in deroga all’articolo 2483.

La deroga alla disciplina codicistica introdotta dalla Legge di Bilancio 2019 nelle Legge 130, di fatto, equipara – nel solo contesto delle Operazioni *Basket* – le SPV 130 alle banche ed agli intermediari vigilati, annoverandole tra i soggetti che possono sottoscrivere titoli di debito emessi da SRL (purché ovviamente i Titoli ABS siano sottoscritti da investitori qualificati).

Con tale precisazione il Legislatore ha, pertanto, inteso consentire ad una SPV 130 la possibilità di realizzare Operazioni *Basket* anche mediante la sottoscrizione di titoli di debito *ex art.* 2483, ampliando, di fatto, la platea di Imprese Emittenti che potenzialmente possono essere selezionate ed individuate nella fase di strutturazione di Operazione *Basket* (e ampliando, di conseguenza, il paniere di titoli sottostanti al CDO).

### **(iii) I cd. “mini-bond”**

Il termine “*mini-bond*” è un termine, di per sé, a-tecnico, poiché non si riferisce a uno strumento finanziario a sé stante, diverso da obbligazioni o titoli di debito: se infatti ad emetterlo è una S.p.A., lo strumento è quello delle obbligazioni ai sensi degli articoli 2410 e ss. c.c.; se invece ad emetterlo è una S.r.l., lo strumento è quello di titoli di debito *ex art.* 2483 c.c.

Il termine “*mini-bond*”, peraltro, sino all’emanazione del cd. Decreto Liquidità della scorsa settimana (D.L. 8 aprile 2020, n. 23) non era sinora mai stato utilizzato dal Legislatore primario (veniva invece utilizzato nella normativa secondaria, ed in particolare nel Decreto Interministeriale del 5 giugno 2014, sull’estensione della garanzia del Fondo di cui all’art. 2, comma 100, lett. A) della L. 662/1996), ma è sempre stato utilizzato dalla dottrina e dagli addetti ai lavori nell’uso corrente probabilmente in riferimento al fatto che si tratterebbe di emissioni di piccolo taglio (per l’appunto, “*mini*”).

La normativa di riferimento al riguardo è contenuta, come dicevamo, nel Decreto Legge 22 giugno 2012 n. 83 (**Decreto Sviluppo**) e nelle successive integrazioni e modifiche apportate dal D.L. 18 ottobre 2012 n.179 (**Decreto Sviluppo Bis**), dal D.L. 23 dicembre 2013 n. 145 (piano “**Destinazione Italia**”) e nel D.L. 24 giugno 2014 n. 91 (**Decreto Competitività**).

I “*mini-bond*” delineano pertanto una *species* particolare all’interno del più ampio *genus*

---

I clienti diversi dai Clienti Professionali di diritto che ne facciano espressa richiesta, come clienti professionali, purché siano rispettati almeno due dei seguenti requisiti: (i) il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti; (ii) il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante, deve superare 500.000 EUR; (iii) il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti.

di titoli obbligazionari emessi da S.P.A. ed S.R.L., in quanto indicano **obbligazioni o titoli di debito a medio-lungo termine emessi esclusivamente da PMI non quotate**<sup>37</sup>.

Gli stessi si caratterizzano per taluni tratti distintivi, tra cui ricordiamo:

- **tipologia di Imprese Emittenti:** emittenti devono essere società italiane non quotate (S.p.A., S.r.l. e Società Cooperative), diverse dalle banche e dalle micro-imprese<sup>38</sup>. In pratica possono emettere *mini-bond* solo le PMI aventi specifici requisiti in termini di fatturato e di numero di dipendenti<sup>39</sup>.

Con particolare riguardo alle obbligazioni emesse dalle società per azioni, si ricorda come il Decreto Sviluppo abbia introdotto una importante deroga ai limiti previsti dalla disciplina del codice civile, concedendo anche alle società non quotate sui mercati regolamentati la possibilità di emettere obbligazioni per un importo complessivo superiore al doppio del capitale sociale (più le riserve) qualora le obbligazioni vengano emesse su un mercato regolamentato o su un MTF o qualora vengano offerte esclusivamente ad investitori qualificati<sup>40</sup>.

- **tipologia di sottoscrittori:** la sottoscrizione dei *mini-bond* è generalmente riservata a investitori istituzionali professionali ed altri soggetti qualificati; come abbiamo visto, però, oggi anche la SPV 130 rientra tra i soggetti che possono sottoscrivere *mini-bond*, rientrando essi nel *genus* delle obbligazioni e titoli simili sottoscrivibili dalle SPV 130 ai sensi del Comma 1 Bis, dell'articolo 1, della Legge 130;
- **vantaggi fiscali per i sottoscrittori:** una delle motivazioni per le quali i *mini-bond* hanno riscosso enorme successo sul mercato è da rinvenirsi sicuramente nel regime fiscale di *favor* a favore dei sottoscrittori<sup>41</sup>.

---

<sup>37</sup> Per una trattazione più completa, si vedano P. Carrière, I Minibond e le nuove obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico, *Le Società*, n. 2/2014; C. Arlotta ed altri La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa. Mini bond, cambiali finanziarie, AIM, Progetto Elite, SPAC, Incentivi allo sviluppo. Franco Angeli, 201;

<sup>38</sup> Quando si parla di microimprese ci si riferisce a quelle aziende con un numero di dipendenti inferiore alle 10 unità e che realizzano un fatturato o un bilancio annuo uguale o inferiore ai 2 milioni di Euro.

<sup>39</sup> Si veda, a tal proposito, la precedente Nota 10.

<sup>40</sup> Sul punto si veda M. Tonon, Il Finanziamento delle PMI, Luglio 2018.

<sup>41</sup> In particolare, trova applicazione il D. Lgs. 239/1996, il quale prevede: i. esenzione della ritenuta e applicazione di un'imposta sostitutiva pari al 26% sugli interessi percepiti da persone fisiche, società semplici, enti pubblici e privati, *trust*, soggetti esenti dall'imposta sul reddito delle società, che siano residenti in Italia; ii. esenzione dalla ritenuta e indicazione dei proventi in dichiarazione, per gli interessi percepiti da società commerciali residenti in Italia ed organismi di investimento collettivo del risparmio; e iii. assenza di ritenuta per gli interessi percepiti da soggetti non residenti inclusi nella "White list" e da investitori istituzionali esteri.

Tale regime si applica se (a) i titoli obbligazionari siano negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati membri dell'UE e degli Stati allo SEE in *white list*; e (b) nel caso in cui i titoli obbligazionari non siano quotati, essi siano detenuti (i.e. sottoscritti e circolanti) da investitori

- **accesso al Fondo di Garanzia per le PMI:** va segnalato, infine, con specifico riferimento ai *mini-bond*, come il Legislatore, proprio nell’ottica di incentivare l’utilizzo di tale strumento e prevedere misure atte a mitigare il rischio di credito connesso alla sottoscrizione di tali titoli, ha previsto<sup>42</sup> che banche e intermediari finanziari e gestori<sup>43</sup>, che sottoscrivono *mini-bond* o portafogli di *mini-bond*, possano chiedere sostegno al Fondo di Garanzia per le PMI<sup>44</sup> (il “**Fondo**”) fino al 50% del valore nominale sottoscritto qualora il *mini-bond* preveda un piano di rimborso a rate sulla base di un piano di ammortamento (cd. *amortising mini-bond*), o fino al 30% qualora lo stesso preveda un rimborso in un’unica soluzione a scadenza (cd. *bullet mini-bond*), per un importo massimo garantibile dal Fondo per singolo soggetto beneficiario finale pari ad € 1.500.000,00.

Tale misura è stata ampliata dal Decreto Liquidità di recentissima emanazione per far fronte all’emergenza sanitaria del COVID-19 in atto. In particolare, l’articolo 13 di detto Decreto, al comma 7, ha disposto che le garanzie sui portafogli di *mini-bond*, siano concesse a valere sulla dotazione disponibile del Fondo assicurando la sussistenza, tempo per tempo, di un ammontare di risorse libere del Fondo, destinate al rilascio su singole operazioni finanziarie, pari ad almeno l’85 per cento della dotazione disponibile del Fondo.

Volendo contestualizzare l’utilizzo dei *mini-bond* all’interno di Operazioni *Basket*, se possiamo affermare che una SPV 130 può sicuramente sottoscrivere tale tipologia di strumento finanziario, e che potrebbero sicuramente aversi Operazioni *Basket* aventi come sottostanti *mini-bond*, è anche vero tuttavia che i due più grandi vantaggi tipici di

---

qualificati. Vi è, inoltre esenzione della ritenuta anche nel caso in cui gli interessi siano corrisposti ad OICR, istituiti in Italia o in uno Stato membro dell’Unione europea, il cui patrimonio sia investito in misura superiore al 50% in tali titoli e le cui quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati. Va detto, infine, che la ritenuta non si applica altresì ai proventi corrisposti a società per la cartolarizzazione dei crediti (per una più completa trattazione del regime fiscale dei *minibond* si vedano Forestieri (2014), I nuovi canali di finanziamento delle imprese; Mennato Fusco, L’emissione di *minibond* ad opera delle PMI: il regime legale e fiscale, in Opinioni, 4c Legal, Agosto 2019; A. Germani F. Mariotti, “I *minibond* quale strumento per il finanziamento delle PMI: profili civilistici e fiscali”, in La gestione straordinaria delle imprese, n. 3/2015, Eutekne.

<sup>42</sup> Si fa riferimento al decreto interministeriale 5 giugno 2014 (G.U. n. 172 del 26 luglio 2014) e alle disposizioni di cui all’art. 12, comma 6-bis del Decreto Destinazione Italia, che hanno esteso anche ai gestori la possibilità di accedere al Fondo nel caso di sottoscrizione di *mini-bond*.

<sup>43</sup> Ovvero, i gestori di cui all’articolo 1, comma 1, lettera q-bis), del decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58 - SGR, Sicav e Sicaf che gestiscono direttamente i propri patrimoni, società di gestione UE, GEFIA UE, GEFIA non UE, gestore di EuVECA e gestore di EuSEF 31.

<sup>44</sup> Si tratta del Fondo di cui all’art. 2, comma 100, lett. A) della L. 662/1996. Il Fondo di Garanzia per le PMI costituisce una modalità di garanzia pubblica, un’agevolazione del Ministero dello sviluppo economico, finanziata anche con le risorse europee dei Programmi operativi nazionali e interregionali, attivata a fronte di finanziamenti concessi da banche, società di *leasing* e altri intermediari finanziari a favore delle PMI. Per un approfondimento maggiore e aggiornato sul Fondo, sul suo funzionamento e sulla sua portata si veda S. Screpanti, il Decreto Crescita” e l’intervento pubblico a sostegno degli investimenti, in Giornale Dir. Amm., 2020, 1, 48.

questo strumento sembrerebbero diventare meno appetibili nel contesto di Operazioni *Basket*.

Da un lato, infatti, relativamente ai vantaggi fiscali, sappiamo che le SPV 130 sono già fiscalmente neutre, e pertanto, di conseguenza, le stesse non beneficerebbero di alcun vantaggio aggiuntivo rispetto al regime che normalmente si applica alle stesse.

Dall'altro, relativamente all'accesso al Fondo di Garanzia delle PMI, le SPV 130 sembrerebbero restare escluse dalla possibilità di richiedere l'accesso al Fondo, potendone fare richiesta solo le banche, gli intermediari e le società di gestione del risparmio.

In pratica, ad oggi, per un investitore istituzione/professionale/qualificato sembrerebbe restare più vantaggioso sottoscrivere direttamente il *mini-bond* emesso dalla PMI, piuttosto che un *basket bond* emesso da una SPV 130 che ha come sottostante il *mini-bond*; anche in considerazione dei costi di *set-up* e di strutturazione dell'Operazione *Basket*, che si aggiungono ai costi di emissione dei *mini-bond* stessi.

Purtroppo, nemmeno il Legislatore contemporaneo sembra aver colto il limite di tale strumento. Il lodevole tentativo del legislatore di aumentare la "potenza di fuoco" per rimediare alle criticità della pandemia da Covid-19 avrebbe potuto essere infatti ulteriormente ampliato laddove l'accesso al Fondo di Garanzia fosse stato altresì esplicitamente esteso anche ad operazioni di cartolarizzazione che avessero come sottostante *mini-bond*.

Vi è da augurarsi che, nelle more della conversione in legge del Decreto Liquidità, il Legislatore possa cogliere tali limiti ed approfittare della conversione in legge per estendere l'accesso al Fondo di Garanzia anche da parte di SPV 130 nel contesto di Operazioni *Basket*.

#### ***(iv) Le cambiali finanziarie***

Il Comma 1 Bis dell'art. 1 della Legge 130 fa esplicitamente riferimento alle *cambiali finanziarie* quale tipologia di Titolo Sottostante che può essere sottoscritto dalla SPV 130 per realizzare una Operazione *Basket*.

Introdotte per la prima volta in Italia dalla L. 13 gennaio 1994, n. 43 e, successivamente, oggetto di modifiche per mezzo del Decreto Crescita, le cambiali finanziarie costituiscono un particolare titolo di credito all'ordine, equiparabile alle cambiali ordinarie<sup>45</sup>.

Si tratta, infatti, di titoli di credito emessi in serie, aventi una scadenza non inferiore a un

---

<sup>45</sup> Per una trattazione completa delle cambiali finanziarie si veda E. Mignari, *Le cambiali finanziarie dopo il riordino della tassazione delle rendite finanziarie. Caratteristiche dell'operazione e trattamento fiscale*, in *Fisco*, 1999, 5; ovvero, più di recente, per un confronto con i *commercial paper*, F.M. Giuliani Fattispecie E Disciplina Dei Commercial Paper, in *Fisco*, 2015, 27, 2630.

mezzo e non superiore a trentasei mesi, girabili solo con la clausola “senza garanzia”.

I soggetti autorizzati ad emettere le cambiali finanziarie sono: (i) le società di capitali; (ii) le società cooperative; (iii) e le mutue assicuratrici diverse dalle banche e dalle micro-imprese; oltre che (iv) le società ed enti non aventi titoli negoziati sui mercati regolamentati o non regolamentati.

Con l'introduzione, nell'alveo dell'art. 1 della L. n. 43/1994 del comma 2-bis, a decorrere dal 12 agosto 2012, anche le società di capitali, le cooperative e le mutue assicuratrici, diverse dalle banche e dalle micro-imprese come definite dalla Raccomandazione 2003/361CE, possono emettere cambiali finanziarie. In questo ultimo caso, le società possono emettere cambiali finanziarie solo a particolari condizioni, ovvero se assistiti da una banca o una SIM, una SGR, una SGR armonizzata o una SICAV (il cd. *sponsor*). Questi intermediari finanziari hanno il compito di assistere la società emittente durante tutta la fase di emissione delle cambiali finanziarie e del loro collocamento, assegnando, inoltre, all'emittente un *rating*, che funzionerà da segnalazione al mercato sul grado di affidabilità e di solidità creditizia della società che emette le cambiali finanziarie.

Il Decreto Crescita *Bis* ha semplificato la disciplina rendendo più facilmente applicabile il nuovo regime a supporto dell'accesso al mercato dei capitali da parte di società non quotate; infatti, è stata abrogata la previsione che obbligava lo *sponsor* che assisteva la società finanziaria nell'emissione delle cambiali finanziarie a detenere nel proprio portafoglio, fino alla naturale scadenza, una quota minima di titoli emessi<sup>46</sup>.

#### **(v) I Titoli ABS ed il divieto di ricartolarizzazione**

Nell'ambito dei “*titoli similari*” previsti dal Comma 1 *Bis* e sottoscrivibili da parte di una SPV 130 per la realizzazione di una Operazione Basket rientrano, naturalmente, anche i titoli ABS, ovvero i titoli emessi da una società veicolo di cartolarizzazione ai sensi dell'articolo 5 della Legge 130.

In tal caso, più che di *basket bond*, si è soliti anche parlare di *ricartolarizzazione*, ovvero di una cartolarizzazione che ha come sottostante titoli ABS emessi nel contesto di un'altra cartolarizzazione.

A tal proposito è opportuno ricordare come il Regolamento UE sulle Cartolarizzazioni, entrato in vigore dal 1° gennaio 2019, al fine di evitare un utilizzo distorto dello strumento della cartolarizzazione, ha escluso, tra le altre cose, anche la possibilità di strutturare *securitisations* nelle quali si abbia una cd. ri-cartolarizzazione.

---

<sup>46</sup> Sul punto si veda V. Canalini, I C.D. “ Mini-Bond “ E Le “ Nuove “ Obbligazioni Subordinate E Partecipative Ai Sensi Del Decreto Sviluppo, in Nuove Leggi Civ. Comm., 2015, 2, 387 (commento alla normativa)

L'art. 8 del Regolamento Cartolarizzazioni, in particolare, sancisce che le esposizioni sottostanti utilizzate in una cartolarizzazione non possono comprendere anche le esposizioni verso una cartolarizzazione (salvo alcuni casi specificamente previsti dal medesimo articolo); si ha ri-cartolarizzazione, pertanto, quando il "titolo" sottostante al titolo di cartolarizzazione sia una esposizione (*id est*, un titolo) verso una cartolarizzazione.

Ovviamente, ad oggi, non è vietato in assoluto procedere con una Operazione Basket che abbia come sottostante Titoli ABS (*alias*, ad una ri-cartolarizzazione); ma è vietato solo farlo nell'ambito di applicazione del Regolamento UE sulle Cartolarizzazioni, che – ricordiamo – si applica solo nel caso di "tranching" (segmentazione del rischio di credito associato ad un'esposizione o al portafoglio di esposizioni, ovvero quando vengono emesse più classi di titoli aventi, tra gli stessi, una gerarchia in termini di distribuzione delle perdite e del rischio).

Pertanto, alla luce del Regolamento UE, resterebbero vietate solo le Operazioni *Basket* che prevedano, a fronte della sottoscrizione da parte di una SPV 130 di titoli ABS emessi da un'altra SPV 130, l'emissione, da parte della prima, di più classi di Titoli ABS. Mentre, di conseguenza, sembrerebbero all'opposto ammissibili Operazioni *Basket* aventi come sottostante altri titoli ABS, qualora non sia previsto nessun *tranching*.

**(vi) Gli altri "titoli similari"**

Infine, sul presupposto che, come ricordato, da un punto di vista di disciplina generale della Legge 130, ai sensi dell'articolo 1, Comma 1 Bis una SPV 130 possa sottoscrivere "obbligazioni o titoli similari [...] esclusi comunque titoli rappresentativi del capitale sociale, titoli ibridi e convertibili", resta da chiedersi quale altra tipologia di titoli potrebbero farsi rientrare tra i "titoli similari".

Riprendendo quanto affermato dalla Agenzia delle Entrate con Circolare n. 4/E del 6 marzo 2013, i titoli similari, "a differenza delle azioni, che attribuiscono la qualità di socio e vengono emesse a fronte del conferimento di capitali di rischio, [...] incorporano un'operazione di finanziamento in forza della quale il sottoscrittore ha diritto alla restituzione della somma mutuata oltre ad una remunerazione pattuita che può consistere in un interesse annuo fisso o anche nel disaggio tra il valore nominale di rimborso e il prezzo di emissione"<sup>47</sup>.

Nel *genus* delle obbligazioni e dei titoli similari, sembrerebbero rientra, pertanto, tutti quegli strumenti che presentano, in linea generale, le seguenti caratteristiche:

- i) sono rappresentativi di un finanziamento;
- ii) danno diritto alla restituzione della somma mutuata; e

<sup>47</sup> Circolare n. 4/E, Agenzia delle Entrate, 6 marzo 2013.



- iii) danno diritto ad una remunerazione per il soggetto finanziatore (incorporata nella corresponsione di un interesse ovvero, nel caso, di emissione sotto la pari, nella differenza tra il valore nominale di rimborso e il prezzo di emissione,
- iv) purché, naturalmente, non si tratti di titoli che rappresentino (o possano rappresentare) apporti di capitale.

Nella prassi, ci si è chiesti ad esempio, se possano rientrare in tale casistica le **quote dei fondi comuni di investimento**.

Come sottolineato dalla Suprema Corte di Cassazione (con Sentenza n. 10990 del 17 luglio 2003, chiamata a dirimere una controversia circa la costituzione del pegno sulle quote di un fondo comune di investimento), le quote di un fondo di investimento non sarebbero da considerarsi come titoli rappresentativi di capitale, bensì quali strumenti finanziari a tutti gli effetti, rappresentativi di un **vero e proprio diritto di credito**: tale diritto di credito sarebbe configurato nell'obbligo, in capo alla società di investimento, di gestire il fondo e di restituire il valore delle quote di partecipazione.

In linea di principio, quindi, stante la natura giuridica delle quote di un fondo comune di investimento, sembrerebbero poter formare oggetto di una Operazione Basket ed essere pertanto sottoscrivibili da parte di una SPV 130.

#### **4. Vantaggi e limiti delle operazioni *Basket***

A conclusione della nostra trattazione, possiamo sicuramente affermare che l'utilizzo dello strumento dei *basket bond* comporta numerosi vantaggi, sia per le imprese Emittenti, che per gli investitori degli ABS.

Lato Imprese Emittenti, abbiamo visto che uno dei vantaggi delle Operazioni *Basket* consiste, da un lato, nel creare una modalità di finanziamento alle imprese nuova ed alternativa rispetto al tradizionale canale bancario; dall'altro quello di permettere ad imprese di piccole e medie dimensioni (cd. Small Cap, Mid Cap e PMI) di accedere al mercato del credito secondo canali che sarebbero loro preclusi qualora procedessero singolarmente con emissione *stand alone*.

All'opposto, lato investitori, il coinvolgimento di una molteplicità di Imprese Emittenti permette sia di distribuire e spalmare il rischio di credito degli *asset sottostanti*, ma anche di potersi tutelare facendo leva sulle cd. garanzie mutualistiche rilasciate da parte delle stesse Imprese Emittenti; nonché di beneficiare del regime di *favor* tipico dell'utilizzo della cartolarizzazione e della SPV 130.

Relativamente, invece ai **limiti** all'utilizzo di questo strumento, rinveniamo la **mancanza di forme di garanzie o di incentivazione statale a supporto degli investitori in Titoli ABS emessi nel contesto di Operazioni *Basket***, che possano mitigare il rischio di credito dei *basket bond*.

L'accesso al Fondo di Garanzia per le PMI di cui alla Legge 662/1996 è limitato infatti solo alle operazioni di *lending* puro (potendovi rientrare – sembrerebbe – anche le operazioni di finanziamento effettuate dalle SPV 130 nel contesto del *direct lending*, su cui *infra*), ed è stato altresì esteso alle operazioni di *mini-bond* (ma solo laddove il soggetto richiedente sia una banca, un intermediario, ovvero un gestore), restando tuttavia ad oggi ancora inaccessibile alle Operazioni *Basket*, evidenziando così una tendenza del Legislatore ad introdurre sì forme alternative di finanziamento alle PMI valide in teoria, ma senza dotarle di tutte le potenzialità che le renderebbero fruibili nella pratica.

## 5. Le altre forme di cd. *Alternative Lending*

A conclusione e in aggiunta a quanto fin qui detto, sembra opportuno fare, altresì, riferimento ad altre due modalità di accesso al credito da parte delle PMI per mezzo di canali “paralleli” a quello bancario: il cd. “*Direct Lending*” e il cd. “*Peer to Peer lending*”. Nel primo caso, la concessione del finanziamento è sempre e comunque intermediata da un operatore (e nel caso specifico, sempre da una SPV 130); nel secondo caso, più “innovativo” e in fase di sviluppo (anche grazie alla crescita di piattaforme *fintech*), invece l'attività di *lending* è idealmente dis-intermediata (o, per meglio dire, diversamente intermediata).

### 5.1. Il *Direct Lending*

Quando si parla di *direct lending* ci si riferisce, in generale, a quella attività di erogazione diretta di finanziamenti da parte di operatori istituzionali diversi dalle banche (i c.d. “*alternative lenders*”), tra i quali oggi vengono ricomprese anche le SPV 130.

Se in molti ordinamenti il *direct lending* è una attività ormai consolidata e stabilmente inserita tra i canali di finanziamento alternativo per le PMI, in Italia un forte ostacolo allo svolgimento di questa attività è stato, di fatto, rappresentato dalla riserva di attività in materia di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma, di cui all'art. 106 del Testo Unico Bancario<sup>48</sup>.

---

<sup>48</sup> Come è noto, l'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma è riservato solo a anche e, in base a quanto disposto dall'art. 106 TUB, a intermediari finanziari iscritti nell'Albo Unico di cui al medesimo articolo. La Suprema Corte, nel confermare chiaramente che l'attività di concessione di finanziamenti deve essere ricompresa tra le “*attività riservate*” ad intermediari finanziari di cui all'articolo 106, in diverse occasioni (Cass. Pen. Sez. V, 11/04/2017 n. 18317; Cass. Pen. Sez. V, 19/01/2010, n. 2404; Cass. Pen. Sez. VI, 21/04/1999) ha altresì chiaramente escluso il verificarsi della fattispecie di esercizio abusivo del credito (in violazione dell'articolo 132 TUB) quando il prestito è erogato in via occasionale. Nello specifico, la Corte ha ritenuto che, al fine di qualificarsi quale “*riservata*”, l'attività di *lending* deve essere svolta nei confronti del pubblico in modo continuativo e abituale. Per la Suprema Corte, ciò che rileva ai fini della configurabilità dell'illecito di cui all'art. 132 TUB è che l'attività sia “potenzialmente indirizzata ad un numero indeterminato di soggetti”: l'“*attività finanziaria abusiva*”, di cui all'articolo 132 T.u.b., è verificata nei fatti se (Cass. Pen., Sez. IV, Sent. 21 aprile 1999, No. 5118, Sez. II, 8 gennaio 1998, No. 5285, Sez. IV, 19 febbraio, 1996, No. 5009) l'agente concede finanziamenti sotto qualsiasi forma “*inserendosi abusivamente nel libero mercato (così*

Tuttavia, dopo appena 6 (sei) mesi dall'introduzione nella Legge 130 del Comma 1 *Bis*, che ha introdotto le Operazioni Basket, il Legislatore, con D.L. 24 giugno 2014, n. 91, ha altresì introdotto nel nostro ordinamento la possibilità per una SPV 130 di procedere al *direct lending*, inserendo, sempre nell'articolo 1 della Legge 130, il comma 1-ter<sup>49</sup> (il “**Comma 1 Ter**”).

In particolare, ai sensi del Comma 1 Ter della Legge sulle Cartolarizzazioni, anche una SPV 130 può, contestualmente o in aggiunta ad una operazione di cartolarizzazione da essa realizzata, procedere alla concessione di finanziamenti, nel rispetto di determinati limiti e condizioni, ed in particolare:

- v) **soggetti finanziabili**: i finanziamenti possono essere concessi esclusivamente nei confronti di imprese che presentino un totale di bilancio superiore a 2 milioni di euro<sup>50</sup>;

---

*sottraendosi ai controlli di affidabilità e stabilità) ed operando indiscriminatamente fra il pubblico*”. Tale circostanza implica, quindi, che l'attività, in qualsivoglia modo esercitata, tuttavia, di essere professionalmente organizzata e strutturata, servendosi a tal fine l'agente di strumenti e mezzi tali da “prevedere e consentire la concessione sistemica di un numero indeterminato di mutui e finanziamenti, rivolgendosi ad un numero di persone potenzialmente vasto e realizzandosi così quella latitudine di gestione tale da farla trasmigrare dal settore privato a quello pubblico e ricondurla, quindi, nell'ambito di operatività della legge bancaria”. E' poi il DM. 53/2015 a specificare cosa si intenda per “esercizio nei confronti del pubblico” e per “concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma”. In particolare, ai sensi degli articoli 2 e 3 del suddetto decreto, per attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma si intende la concessione di crediti, ivi compreso il rilascio di garanzie sostitutive del credito e di impegni di firma. Tale attività comprende, tra l'altro, ogni tipo di finanziamento erogato nella forma di: a) locazione finanziaria; b) acquisto di crediti a titolo oneroso; c) credito ai consumatori, così come definito dall'articolo 121, TUB; d) credito ipotecario; e) prestito su pegno; f) rilascio di fidejussioni, avallo, apertura di credito documentaria, accettazione, girata, impegno a concedere credito, nonché ogni altra forma di rilascio di garanzie e di impegni di firma. Non costituisce attività di concessione di finanziamenti, oltre ai casi di esclusione previsti dalla legge: a) l'acquisto dei crediti di imposta sul valore aggiunto relativi a cessioni di beni e servizi nei casi previsti dalla normativa vigente; b) l'acquisto, a titolo definitivo, di crediti da parte di società titolari della licenza per l'attività di recupero stragiudiziale di crediti ai sensi dell'articolo 115 del Testo unico delle leggi di pubblica sicurezza quando ricorrano le seguenti condizioni ivi stabilite. L'attività di concessione di finanziamenti si considera esercitata nei confronti del pubblico qualora sia svolta nei confronti di terzi con carattere di professionalità.

<sup>49</sup> Art. 1, comma 1-ter, Legge sulle Cartolarizzazioni: “Le società di cartolarizzazione di cui all'articolo 3 possono, anche contestualmente e in aggiunta alle operazioni realizzate con le modalità di cui ai commi 1 e 1-bis del presente articolo, concedere finanziamenti nei confronti di soggetti diversi dalle persone fisiche e dalle imprese che presentino un totale di bilancio inferiore a 2 milioni di euro, nel rispetto delle seguenti condizioni: a) i prenditori dei finanziamenti siano individuati da una banca o da un intermediario finanziario iscritto nell'albo di cui all'articolo 106 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, e successive modificazioni, i quali possono svolgere altresì i compiti indicati all'articolo 2, comma 3, lettera c); b) i titoli emessi dalle stesse per finanziare l'erogazione dei finanziamenti siano destinati ad investitori qualificati come definiti ai sensi dell'articolo 100 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58; c) la banca o l'intermediario finanziario di cui alla lettera a) trattienga un significativo interesse economico nell'operazione, nel rispetto delle modalità stabilite dalle disposizioni di attuazione della Banca d'Italia.”

<sup>50</sup> La norma letteralmente esclude “persone fisiche e dalle imprese che presentino un totale di bilancio inferiore a 2 milioni di euro”. Restano, pertanto, escluse dall'accesso a questa forma di finanziamenti le

- vi) **istruttoria da parte dello sponsor**: i prenditori di tali finanziamenti siano individuati da una banca o da un intermediario finanziario iscritto nell'albo di cui all'articolo 106 del TUB (il cd. “**Albo Unico**”), e successive modificazioni. Si parla, in questo caso, in senso a-tecnico di “*sponsor*”<sup>51</sup>;
- vii) **sottoscrittori degli ABS**: i titoli emessi dalla SPV per finanziare l'erogazione dei finanziamenti siano destinati ad investitori qualificati (come definiti ai sensi dell'articolo 100 TUF); e
- viii) **retention rule**: lo *sponsor* di cui alla precedente lettera a) “*trattenga un significativo interesse economico nell'operazione, nel rispetto delle modalità stabilite dalle disposizioni di attuazione della Banca d'Italia*”.

Ora, è senza dubbio vero che il legislatore, inserendo tali norme nella Legge sulle Cartolarizzazioni, ha voluto ampliare l'arco dei soggetti abilitati ad esercitare l'attività di concessione di finanziamenti, nell'ottica di facilitare le PMI all'accesso al credito. Ma è altrettanto vero che, tanto dalle norme di rango primario tanto dalle disposizioni attuative di Bankitalia (che, in attuazione delle modifiche intervenute, con il provvedimento dell'8 marzo 2016, ha aggiornato la Circolare n. 288 del 3 aprile 2015, recante Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari) emerge, tuttavia, la preoccupazione del legislatore circa la effettiva capacità di una SPV 130 di valutare correttamente il merito creditizio.

In questo senso si giustifica, quindi, la scelta di affiancare alle SPV 130 una banca o un intermediario finanziario (lo *sponsor*<sup>52</sup>, appunto) i quali, di fatto, hanno il compito di

---

microimprese. Il legislatore non ha voluto estendere lo strumento “cartolarizzazione” al microcredito, in ragione, probabilmente, dei costi fisiologici che una cartolarizzazione comporta e della antieconomicità della stessa con riferimento a imprese o funding di piccolo taglio.

<sup>51</sup> Il termine non deve essere confuso con quello di *sponsor* contenuto nell'Articolo 2, paragrafo 1, punto 5) del Regolamento Cartolarizzazioni, che per “*promotore*” (ovvero, per “*sponsor*”, nella versione in lingua inglese) intende: 1. un ente creditizio (ubicato nell'Unione Europea o meno), per tale intendendosi un'impresa la cui attività consiste nel raccogliere depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico e nel concedere crediti per proprio conto (articolo 4, paragrafo 1, punto 1), del regolamento (UE) n. 575/2013); o 2. un'impresa di investimento (per tale intendendosi qualsiasi persona giuridica la cui occupazione o attività abituale consiste nel prestare uno o più servizi di investimento a terzi e/o nell'effettuare una o più attività di investimento a titolo professionale (articolo 4, paragrafo 1, punto 1), della direttiva 2014/65/UE) diverso dal cedente, che svolge le seguenti attività: (i) istituisce e gestisce un programma di emissione di *commercial paper* garantiti da attività o altra cartolarizzazione nell'ambito della quale acquista esposizioni da terzi; o (ii) istituisce un programma di emissione di *commercial paper* garantiti da attività o altra cartolarizzazione, nell'ambito della quale acquista esposizioni da terzi e delega la gestione attiva quotidiana del portafoglio relativa a detta cartolarizzazione a un soggetto autorizzato a eseguire tale attività (ai sensi della direttiva 2009/65/CE, della direttiva 2011/61/UE o della direttiva 2014/65/UE).

<sup>52</sup> Giova sottolineare in ogni caso che, da un punto di vista soggettivo, la tipologia di enti che possono ricoprire il ruolo di “*sponsor*” ai sensi dell'art. 1, comma 1-ter della Legge sulle Cartolarizzazioni è più ampia rispetto a quella dei soggetti Promotori (*Sponsor*) ai sensi del Regolamento Cartolarizzazioni. Dalla lettura delle disposizioni attuative di Bankitalia (ed in particolare dalla lettura delle Circolari n. 285 - in materia di vigilanza bancaria - e n. 288 - in materia di vigilanza sugli intermediari finanziari) si desume,

selezionare il prestatore finale del finanziamento, proprio adottando le medesime procedure che sono attuate dalle stesse per svolgere una delle proprie attività tipiche, vale a dire quella di erogazione di finanziamenti. La “responsabilizzazione” della banca/intermediario incaricato viene ulteriormente rafforzata mediante l'imposizione, in capo allo stesso (ai sensi della richiamata lett. c) del Comma 1 Ter dell'obbligo del mantenimento di un interesse economico rilevante (la cd. *retention rule*<sup>53</sup>).

Tale è, pertanto, la *ratio* che ha guidato Bankitalia nel delineare le norme in tema di selezione dei prestatori dei finanziamenti e di *disclosure*. Infatti, le disposizioni attuative:

- i) impongono alle banche/intermediari finanziari che individuano i prestatori dei finanziamenti di utilizzare, a tale fine, (i) i criteri di valutazione del merito del credito, (ii) le procedure di deliberazione della concessione di credito e (iii) i sistemi di controllo dei rischi che essi sono tenuti ad applicare nell'attività creditizia esercitata in proprio. Troveranno applicazione, pertanto, le disposizioni in materia di sistema dei controlli interni, dettati rispettivamente, dalla Circolare 285/2013 per le banche e dalla Circolare 288/2015, per gli intermediari finanziari);  
e
- ii) stabiliscono anche specifici obblighi di *disclosure* nei confronti degli investitori, imponendo alle banche/intermediari finanziari che individuano i prestatori dei finanziamenti di informare gli investitori sul livello di impegno da esse assunto e assicurano l'accessibilità delle informazioni significative.

Le summenzionate norme in materia di *direct lending*, tuttavia, seppure sembrerebbero rappresentare in linea di principio uno strumento apprezzabile quale ulteriore modalità di accesso al credito da parte delle PMI, tuttavia non sembrano essere state recepite di buon occhio dal mercato, considerando gli oneri di natura sia economica sia operativa.

Oltre al “costo puro” della presenza di uno *sponsor*, ed all'obbligo di *retention*, il vero limite ed elemento ostativo a questa tipologia di operazioni è stato rinvenuto, in realtà, nell'imposizione a carico dello *sponsor* dell'utilizzo delle proprie procedure interne di valutazione del merito creditizio sui prestatori dei finanziamenti.

Va da sé, infatti, che se una *banca* interessata a svolgere il ruolo di *sponsor* in una operazione di *direct lending* di una SPV 130, oltre a dover sottoscrivere il 5% dei Titoli

---

infatti, che possono svolgere i compiti di cui alle lettere a) e c) dell'art. 1, comma 1-ter della Legge sulle Cartolarizzazioni indistintamente tutti gli intermediari finanziari italiani iscritti nell'albo ex art. 106 TUB (l'Albo Unico) e gli intermediari finanziari comunitari ammessi al mutuo riconoscimento, gli intermediari finanziari comunitari non ammessi al mutuo riconoscimento e gli intermediari finanziari extracomunitari autorizzati. Il Titolo III, Capitolo 2, della Circolare n. 288, che si occupa di dettare norme per la vigilanza sugli intermediari finanziari nelle ipotesi proprio di concessione di finanziamenti da parte delle SPV ai sensi della Legge sulle Cartolarizzazioni, non opera distinzioni all'interno della categoria degli intermediari finanziari, richiedendo semplicemente l'iscrizione nell'Albo Unico.

<sup>53</sup> La *retention rule* è rispettata, ad esempio, qualora lo *sponsor* sottoscriva i titoli emessi dalla SPV per un ammontare pari almeno al 5% dell'ammontare nominale degli stessi.

ABS da emettersi, deve poi accollarsi anche la responsabilità relativa all'individuazione dei prenditori dei finanziamenti, svolgendo complesse, laboriose ed onerose istruttorie interne, al pari di come se dovesse concedere direttamente credito alle imprese, per tale banca resta probabilmente più conveniente procedere a finanziare direttamente l'impresa che ha superato con successo il vaglio delle istruttorie interne, senza dover passare attraverso la sottoscrizione del titolo ABS.

In una prospettiva *de jure condendo*, quindi, sarebbe auspicabile un intervento del Legislatore sul punto, teso ad alleggerire le procedure di individuazione dei prenditori dei finanziamenti, così da incentivare l'utilizzo di questa modalità alternativa di credito alle imprese.

Di contro, va tuttavia evidenziato che, a differenza delle Operazioni *Basket*, nel contesto di operazioni di *direct lending* la SPV 130, sembrerebbe invece poter accedere – in qualità di soggetto finanziatore – al Fondo di Garanzia per le PMI di cui alla Legge 662/1996. Seppure infatti le SPV 130 rientrerebbero tecnicamente nella categoria dei “*soggetti finanziatori*” espressamente previsti dalle disposizioni attuative del Fondo di Garanzia<sup>54</sup>, è pur vero che nell'Elenco dei soggetti che collaborano con il Fondo a cui i beneficiari dei finanziamenti possono rivolgersi per ottenere un finanziamento garantito dal Fondo<sup>55</sup>

---

<sup>54</sup> Le disposizioni attuative del Fondo quando parlano di “*soggetto finanziatore*” letteralmente elencano solo di: “le banche, gli intermediari, le imprese di assicurazione, gli operatori di microcredito, i gestori e le SFIS (società Finanziarie per l'Innovazione e lo Sviluppo iscritte all'albo di cui all'articolo 2, comma 3, della legge 5 ottobre 1991, n. 317)”.

Pertanto, le SPV 130 non vengono menzionate nella categoria dei *soggetti finanziatori*.

Tuttavia, anche i finanziamenti concessi dalle SPV 130 ai sensi del Comma 1 Ter presentano le caratteristiche generali che deve avere un finanziamento per poter accedere alla garanzia del Fondo, su cui si riporta quanto segue:

“ Ai fini dell'ammissibilità alla garanzia, le operazioni finanziarie: a) devono essere direttamente finalizzate all'attività d'impresa; b) non devono essere finalizzate all'estinzione di finanziamenti, di qualsiasi durata, già erogati al soggetto beneficiario finale dallo stesso soggetto finanziatore o da altri soggetti finanziatori facenti parte dello stesso gruppo bancario e non già garantiti dal Fondo; c) devono avere una durata ovvero una scadenza stabilita e certa. Le operazioni “a revoca” sono considerate ammissibili solo se hanno una durata e/o una scadenza certa e desumibile dalla delibera di concessione e/o da altra documentazione relativa all'operazione finanziaria. In caso di rinnovo dell'operazione finanziaria, deve essere presentata una nuova richiesta di ammissione alla garanzia e adottata una nuova delibera da parte del soggetto richiedente e/o del soggetto finanziatore; d) non devono essere a favore di attività connesse all'esportazione, vale a dire direttamente connesse ai quantitativi esportati, alla costituzione e alla gestione di una rete di distribuzione o ad altre spese correnti connesse all'attività d'esportazione; e) non devono essere deliberate dal soggetto finanziatore da più di sei mesi alla data di presentazione della richiesta di ammissione alla garanzia; f) nel caso in cui sia richiesta l'ammissione alla garanzia diretta, non devono essere già deliberate dai soggetti finanziatori, salvo che la delibera dell'operazione finanziaria stessa sia condizionata, nella propria esecutività, all'acquisizione della garanzia; g) nel caso in cui sia richiesta l'ammissione alla riassicurazione e/o controgaranzia, non devono essere assistite dalla garanzia del soggetto garante rilasciata da più di due mesi dalla data di presentazione della richiesta di ammissione alla garanzia.”.

<sup>55</sup> Si veda il link: [https://www.fondidigaranzia.it/wp-content/uploads/2020/04/20200402\\_Istituti-convenzionati.pdf](https://www.fondidigaranzia.it/wp-content/uploads/2020/04/20200402_Istituti-convenzionati.pdf)

vi sono (almeno) 4 società veicolo di cartolarizzazione.

## 5.2 Il Peer To Peer Lending. Cenni

Tra i modelli di *funding* alternativi a quello tradizionale idealmente disintermediati (o diversamente intermediati) si ricorda il *crowdlending*<sup>56</sup>, noto anche come *peer-to-peer lending*<sup>57</sup>.

Secondo la definizione adottata da Bankitalia (che a sua volta riprende quella proposta dall'EBA<sup>58</sup>), il *crowdlending* è lo “strumento attraverso il quale una pluralità di soggetti può richiedere a una pluralità di potenziali finanziatori, tramite piattaforme on-line, fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto”<sup>59</sup>.

Il *crowdlending*, nato originariamente per avvicinare clienti *consumer*, riguarda oggi tanto il pubblico dei consumatori quanto quello delle imprese, e ha visto, negli anni, il coinvolgimento sempre maggiore di investitori istituzionali e professionali con l'impiego di fondi di investimento specializzati o anche (e soprattutto) operazioni di cartolarizzazione di crediti connessi al finanziamento erogato sulle piattaforme P2P<sup>60</sup>.

Operativamente, gli scambi tra prenditori e finanziatori avvengono su *fintech platforms*, piattaforme elettroniche (i cd. *market place lending*). Da un lato, gli investitori, attraverso l'adesione alla piattaforma *fintech*, possono destinare proprie risorse finanziarie al finanziamento di progetti specifici dei singoli prenditori, ovvero ad un investimento di una certa somma di denaro entro un determinato arco temporale, investendo il proprio capitale al tasso di rischio e al rendimento desiderato. Dall'altro, i potenziali prenditori, presentano domanda per accedere alla piattaforma, all'accoglimento della quale verrà loro assegnato un *rating* e verranno collocati in un determinato segmento del mercato offerto dalla piattaforma.

In Italia, lo strumento della cartolarizzazione è stato abbinato al *Peer to Peer Lending* soprattutto nel mercato dell'*invoice trading* sulle piattaforme *fintech*: si tratta di piattaforme di crediti commerciali alle quali la SPV 130 aderisce in qualità di *buyer/investitore*, e sulle quali procede all'acquisto dei portafogli di crediti che vengono poi cartolarizzati.

---

<sup>56</sup> Il cd. *crowdlending* si contrappone al cd. *crowdinvesting* (o *equity crowdfunding*): quest'ultimo, a differenza del *crowdlending*, “restituisce all'investitore quote di partecipazione in imprese cd. start-up e PMI, innovative o no, come tali soggette al rischio d'impresa” (si veda a tal proposito G. Balp, *P2P Lending e Invoice Trading*, in *Diritto del Fintech*, a cura di M. Cian e C. Sandei, CEDAM, Febbraio 2020).

<sup>57</sup> Il termine sta a rimarcare il carattere paritario del rapporto che intercorre tra i prestatori e i prenditori dei finanziamenti.

<sup>58</sup> EBA, *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding, Appendix: Report on lending-based crowdfunding: risks, drivers and potential regulatory approaches*, EBA/Op/2015/03.

<sup>59</sup> Banca d'Italia, Delibera 584/2016, sez. IX.

<sup>60</sup> G. Borello, *Analisi economica dei lending marketplace*, in A. Sciarrone Alibrandi e altri, *Marketplace lending, verso nuove forme di intermediazione finanziaria?* In *Quaderni Fintech Consob*, 2019.

La disciplina, a livello comunitario, è regolata dalla Direttiva Europea n. 2007/64/EC (*Payment Service Directive*), recepita in Italia tramite il D. Lgs 11/2010 nonché dalla Comunicazione della CE, “*Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relative ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*” (COM (2018) 113 *final*, 8 marzo 2018). In Italia, la materia è invece regolata dall’art. 1, c. 5-*novies* del Testo Unico Finanziario, integrato dalla Delibera di Banca d’Italia dell’8 novembre 2016, n. 584 “*Provvedimento recante disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*”.

Si tratta tuttavia di una disciplina ancora per molti versi incompleta ed in continua evoluzione, sulla quale si auspica da più parti un intervento del Legislatore.