

ASTRID POLICY BRIEF

4

PROPOSTE PER LA RIPRESA

LO SVILUPPO DEL “CREDITO NON BANCARIO” IN ITALIA: TERZA CRISI, TERZA OPPORTUNITÀ

La pandemia da Covid 19 ha provocato effetti da molti paragonati a quelli prodotti da una guerra mondiale. Famiglie, imprese, istituzioni, pubbliche amministrazioni, comunità intermedie non piangono solo i loro defunti, devono affrontare problemi inediti e sfide formidabili. Occorrono idee nuove e proposte concrete. Tutti possono e debbono dare il loro contributo. Astrid cerca farlo con alcuni brevi policy brief. Il secondo dei nostri policy brief era dedicato al sistema bancario. Il quarto, qui presentato, ai problemi del finanziamento non bancario dell'economia. Il paper è stato predisposto da Federico Merola, ed è stato discusso con Marcello Messori, Claudio De Vincenti, Luisa Torchia e Franco Bassanini.

OTTOBRE 2020

1. La crisi del credito passa solo dalla crisi delle banche?

La crisi economica post 2008 e il susseguente fenomeno di *credit crunch* – rivelatosi in parte “strutturale” – ha posto l’esigenza di una definitiva “*resa dei conti*” sui ritardi di alcuni paesi occidentali nella trasformazione e innovazione del settore creditizio e, più in generale, dei mercati finanziari nel loro complesso. Ne è partito un processo di cambiamento che ha trovato ulteriore stimolo nella successiva crisi del 2011/2012.

Questo percorso ha riguardato tutti i paesi OCSE anche se con modalità e tempi diversi da caso a caso, in funzione delle rispettive caratteristiche strutturali di partenza. L’urgenza del cambiamento ha comunque preso le mosse anche dalla crisi del “modello tradizionale di banca universale” e dal “calvario” che ne è conseguito come percorso di progressivo superamento di quel modello.

Inoltre, l’accelerazione del processo di innovazione finanziaria (anche grazie a nuove tecnologie - Fintech); la “disintermediazione” crescente del settore creditizio nelle sue varie funzioni (dal credito alla gestione dei sistemi di pagamento) e persino i cambiamenti radicali degli obiettivi e degli strumenti della politica monetaria, hanno portato in evidenza i limiti, le incognite e i rilevanti rischi sistemici insiti nel settore creditizio internazionale, con la connessa esigenza di profonde azioni correttive.

In tale contesto si è imposto all’attenzione dei *policy maker* e delle autorità di vigilanza dei principali paesi occidentali l’importanza del credito non bancario per la competitività dei rispettivi sistemi economici. Lo sviluppo di adeguate soluzioni di credito non bancario, nelle sue molteplici e variegate forme, è quindi diventato un tema prioritario nell’ambito del più ampio ragionamento sulla crisi del credito.

2. Il credito non bancario tra innovazione finanziaria e tecnologica: strumenti, operatori e mercati

Mentre il credito bancario è riconducibile ad un settore omogeneo e definito, il “credito non bancario” non è un comparto specifico del sistema finanziario quanto piuttosto un concetto trasversale che può

essere genericamente ricondotto a qualsiasi finanziamento concesso o intermediato all'interno del sistema finanziario da soggetti diversi da una banca.

Questa definizione “per esclusione” tiene conto della varietà indefinita di formule e soluzioni, trasversale a diversi comparti del sistema finanziario tra loro difforni per struttura e regolazione. Si passa così, ad esempio, da strumenti regolati e vigilati come i fondi di credito a soluzioni tecnologicamente innovative (ma ancora poco regolamentate) come il *crowdfunding* fino ad arrivare a soluzioni atipiche - se non addirittura opache (*Crypto Asset based lending*) – di più difficile classificazione. Inoltre, **molte forme di credito non bancario sono tra loro variamente interconnesse così come possono essere connesse allo stesso credito bancario, generando filiere importanti di relazioni rilevanti ai fini della stabilità dell'intero sistema¹.**

Schematicamente, possiamo ricondurre le più diffuse soluzioni di credito non bancario alle seguenti:

- **Strumenti cartolari tradizionali** collocati da operatori economici sul mercato finanziario (Borsa o fondi di investimento). Rientrano in questa categoria essenzialmente i titoli di debito quotati (*obbligazioni*);
- **Strumenti cartolari non quotati** (c.d. “*mini-bond*” e **cambiali finanziarie**) emessi da aziende o da società di progetto di infrastrutture e iniziative immobiliari (*Project Bond*);
- **Strumenti di investimento in titoli di debito cartolari prevalentemente quotati come i Fondi di investimento aperti (bilanciati o obbligazionari)**, dedicati ad obbligazioni (*corporate* e *project*) quotate sul mercato nazionale e internazionale, di nuova emissione e/o acquistate sul mercato secondario;
- **Strumenti di investimento in titoli di debito non quotati o in forme contrattuali di finanziamento (su basi corporate o project)**

¹ Anche per questa complessità di forme e di relazioni, il **Financial Stability Board (FSB)** ha utilizzato per anni il termine “*shadow banking*” per tutto il grande bacino del credito non bancario non quotato. Generando però così l’dea che non ci fosse anche una possibile componente di “*credito non bancario buono*” e che invece tutto il fenomeno fosse da guardare con sospetto. Fino all’annuncio del 22 ottobre 2018, quando lo stesso FSB è passato alla definizione di “*non-bank financial intermediation*”, con l’impegno di chiarire meglio il significato tecnico dei vari aggregati, dei diversi strumenti e delle molteplici interconnessioni.

come i fondi di credito diretto², che nell'UE possono assumere anche la particolare forma **degli ELTIF**³. Inoltre, rientrano in questa categoria **fondi di investimento in microcrediti** valutati sulla base di sofisticati sistemi statistici nella prospettiva di una diversificazione granulare del portafoglio (es. *l'Instant Lending* della francese *October*).

- **Piattaforme legate all'innovazione tecnologica** come il crowdfunding.

Si tratta, in definitiva, di soluzioni innovative sotto il profilo giuridico, tecnologico o di mercato, molto spesso innestate in comparti tradizionali (come quello del risparmio gestito) ma capaci di articolarsi in importanti filiere d'innovazione finanziaria.

3. I ritardi dell'Italia e le recenti opportunità di cambiamento

In un contesto di mercato *credit crunch*, la crisi del settore bancario ha comprensibilmente colpito di più i sistemi economici a forte tradizione “bancocentrica”, come quello italiano. Evidenziando al contempo come le fragilità del sistema bancario siano solo una faccia della medaglia della crisi di questi anni. Essendo l'altra ravvisabile nelle fragilità e nei

² Gestiti da SGR specializzate in strumenti alternativi agiscono come finanziatori diversi dalle banche quando: a) sottoscrivono interamente (o in pool con investitori analoghi) l'emissione di obbligazioni non quotate (o quotate su ExtraMOT) di un emittente (*private placement* di *mini-bond* o *project bond*); b) effettuato su basi contrattuali l'erogazione diretta di nuovi finanziamenti ad imprese, progetti immobiliari e infrastrutture; c) combinano le due opzioni precedenti; d) svolgono la più sofisticata funzione di ribilanciamento dell'intera struttura del passivo con crediti di diversa durata ed eventualmente piccole quote di “quasi equity”).

³ Gli “*European Long Term Investment Funds*” (fondi europei di investimento a lungo termine) sono stati introdotti nel 2015 (GU dell'UE del Reg.UE n.760 del 29 aprile 2015) e recepiti in Italia il 28 febbraio 2018, con il decreto legislativo 233/2017. Spesso gli ELTIF sono indicati come strumenti simili ai **PIR** perché puntano ad **avvicinare i risparmiatori all'economia reale**. Tuttavia, mentre per i **PIR sono fondi aperti tradizionali che devono riservare una parte “minima” (21%) a strumenti destinati a PMI (quotate e non)**, gli ELTIF non godono di incentivi fiscali e devono investire prevalentemente in PMI, progetti immobiliari e infrastrutture (almeno 70%).

ritardi dei mercati finanziari, incapaci di dare spazio sufficiente a più diversificate soluzioni di “credito non bancario” (che non siano meramente sostitutive del credito bancario ma capaci di offrire opzioni qualitativamente diversificate agli operatori economici).

La terza crisi economica in 12 anni costituisce dunque per il nostro Paese l’ennesima occasione per riequilibrare questa fragilità strutturale del sistema economico, intervenendo con decisione sullo sviluppo di un mercato finanziario inclusivo di maggiori opzioni per il credito non bancario. Uno sforzo del genere può peraltro oggi contare su alcune circostanze favorevoli maturate nell’ultimo decennio:

- ✓ **Lo sviluppo rilevante del credito non bancario a livello internazionale**, sia per quantità che per varietà di soluzioni (con la possibilità quindi di importare esperienze innovative);
- ✓ **Il prezioso lavoro normativo realizzato in questi anni dal nostro Paese;**
- ✓ **Il grande sforzo di cambiamento della regolamentazione dei mercati finanziari effettuata dall’UE** (Capital Market Union - “CMU”) che ha prodotto un contesto di riferimento regolamentare omogeneo per i paesi dell’Unione, sebbene non ancora pienamente attuato;
- ✓ **La crescita esponenziale a livello internazionale dei patrimoni (e degli investimenti) degli investitori istituzionali di lungo termine**, i quali hanno dimostrato notevole “appetito” per impieghi nelle varie forme di credito non bancario all’economia reale (imprese, immobili e infrastrutture), ritenuti particolarmente adatti a diversificare le proprie *asset allocation* con nuove soluzioni a rischio contenuto.

Con tutte le incertezze e i limiti del caso, un serio tentativo di creare anche in Italia una maggiore offerta di credito non bancario ha normativamente avuto luogo negli anni compresi tra il 2012 e il 2013 (*mini-bond*, *project bond*, cambiali finanziarie); nel 2016 (eliminazione della riserva di attività creditizia e riforma dei confidi) e nel 2017-2018 (PIR ed ELTIF). **Si è trattato di un periodo di tentativi e correzioni che – sebbene non abbia ad oggi prodotto un rilevante impatto macroeconomico – ha l’indubbio merito di aver colmato un pesante divario competitivo con altri ordinamenti.**

Per semplicità di analisi concentriamo l'attenzione sugli strumenti più rilevanti, partendo dal Decreto-legge 22 giugno 2012 n.83 (“**Decreto Sviluppo - DS**”) con le successive integrazioni e modifiche apportate dal D.L. 18 ottobre 2012 n.179 (“**Decreto Sviluppo Bis**”)⁴, che ha innovato strumenti già esistenti quali:

- i c.d. **mini-bond**, formula giornalistica per indicare l'ampliamento concesso dal Codice civile alle PMI non quotate di emettere obbligazioni sottoscrivibili da una serie di operatori finanziari⁵;
- I **project Bond**, emessi da progetti infrastrutturali, ai quali il DS ha cercato di dare maggiore diffusione e;
- Le **cambiali finanziarie**, pagherò cambiari a breve termine utilizzabili dalle imprese per finanziarie fabbisogni di capitale circolante e assimilabili ai **commercial paper** negoziati sui mercati internazionali (introdotte con la Legge n. 43 del 13 gennaio 1994 e innovate con Legge 83/2012).

I mini-bond

I c.d. “*mini-bond*” sono certamente lo strumento al quale l'Italia ha dedicato la maggiore attenzione (insieme ai **PIR**, ad essi in parte collegati). Questo perché nonostante i suoi limiti (costo e rigidità per le PMI; impegno illiquido per gli investitori) questo strumento è apparso il più immediatamente disponibile per le imprese e il più affine alle competenze prevalenti nella nostra industria del risparmio gestito.

Si tratta, in sostanza, di normali titoli di debito (obbligazioni) emessi da PMI non finanziarie e sottoscritti da investitori professionali qualificati. L'innovazione introdotta non ha riguardato quindi lo strumento ma la sua possibilità di utilizzo, eliminando per le società non quotate il precedente vincolo di emissione pari al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili come da ultimo bilancio.

⁴ Con modifiche nel D.L. 23 dicembre 2013 n. 145 (piano “Destinazione Italia”) e nel D.L. 24 giugno 2014 n. 91 (“Decreto Competitività”).

⁵ Banche o società di investimento; SGR e fondi di investimento; SICAV; intermediari iscritti nell'elenco dall'art. 107 del TUB ed altri.

Un discreto mercato di “mini-bond” si è indubbiamente creato in Italia⁶, anche grazie al supporto che ha ricevuto questo strumento (benefici fiscali diretti e indiretti) e alla sua natura obbligazionaria, che lo ha reso più “commestibile” per i tradizionali gestori di fondi obbligazionari aperti e per i primi gestori di fondi chiusi dedicati. Tuttavia, il mercato dei mini-bond è stato tra il 2012 e il 2018 circa 14 volte inferiore a quello obbligazionario, a sua volta già molto piccolo rispetto a quello di altri paesi comparabili. E il suo ulteriore sviluppo è condizionato dai limiti intrinseci dello strumento, legati soprattutto alla sua rigidità rispetto al credito bancario (e non bancario di altre specie) ed alla maggiore difficoltà delle PMI di gestirlo.

I project Bond

Anche i *Project Bond* - obbligazioni emesse da società veicolo per investimenti in infrastrutture realizzate in *project financing* - non sono uno strumento nuovo. Esistono da decenni nella pratica internazionale e sono regolate dal 1998 nel sistema italiano. Ancora una volta, quindi, il DS ha solo cercato di alimentarne la diffusione con una serie di innovazioni:

- La ri-definizione dello strumento con l’ampliamento dell’ambito di applicazione ai contratti di PPP, alle reti di trasporto ed ai siti di stoccaggio gas, rimuovendo la preventiva autorizzazione degli organi di vigilanza (decreto-legge 1/2012, c.d. “**Cresci Italia**”, convertito in legge 27/2012);
- L’introduzione di un regime fiscale agevolato (decreto-legge 83/2012, c.d. “**Decreto Sviluppo**”, convertito in legge 134/2012), con equiparazione ai titoli di Stato della ritenuta applicabile agli interessi (i.e. 12,50%) dei PB e la rimozione dei limiti di deducibilità degli interessi passivi;
- La regolamentazione di eventuali garanzie a favore degli investitori (D.Min del 7 agosto 2012)⁷;

⁶ Una panoramica affidabile, anche se non esaustiva, è fornita dal Politecnico di Milano nel suo “Osservatorio Mini-Bond”.

⁷ Nonché il D.lg 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con legge 17 dicembre 2012, n. 221 (c.d. “**Decreto Sviluppo bis**”).

- Il coordinamento di tutti i provvedimenti adottati nel corso del 2012 e completamento della disciplina organica dei *project bond* con decreto-legge 133/2014 (“**Decreto Sblocca Italia**”)⁸.

Al di là dei tentativi normativi di accrescere il ricorso a questo strumento, va segnalato tuttavia che per loro natura i *Project Bond* – solitamente emessi con durate piuttosto lunghe – sono titoli più adatti all’eventuale rifinanziamento di progetti già operanti piuttosto che al finanziamento di nuove iniziative. In particolare, la rigidità formale mal si concilia con l’esigenza di flessibilità nella fase di costruzione dell’infrastruttura. Per tale ragione i PB coprono – anche a livello internazionale – una percentuale ridotta dei *project financing* esistenti.

Dunque, sebbene dopo la riforma del 2012 abbiano avuto luogo numerose emissioni di *project bond*, anche interamente sottoscritte da fondi di credito internazionali⁹, il loro ruolo nell’erogazione di nuovi finanziamenti a progetti in fase di avviamento e realizzazione è rimasto marginale.

Le cambiali finanziarie

Più lunga e tormentata è la storia italiana delle cambiali finanziarie, uno strumento di raccolta a breve termine (1-36 mesi) disponibile ad un tasso di interesse teoricamente inferiore rispetto al credito bancario (in quanto titolo immediatamente esecutivo e quindi escutibile facilmente). La normativa italiana del 1994, aggiornata nel 2012 con benefici fiscali, prevede che tali strumenti possano essere emessi soltanto da un ristretto numero di soggetti in possesso di determinati requisiti: società le cui azioni o obbligazioni sono già quotate su un mercato regolamentato, altre società per azioni e le società finanziarie vigilate da Banca d'Italia.

Tuttavia, mentre in altri paesi si è creato negli anni un mercato ampio e spesso di *commercial papers*, in Italia la cultura aziendale e la forte

⁸ Per approfondimenti Cerritelli Marco, Il Decreto 133/2014 e la “nuova” disciplina dei Project Bond, su *Diritto Bancario* (ottobre 2014).

⁹ Da segnalare il successo a livello internazionale dei fondi chiusi dedicati a *project bond* emessi per rifinanziamenti nonché dei fondi di credito diretto specializzati nell’erogazione di nuovi finanziamenti in *project financing*.

competitività delle banche sul breve termine hanno fino ad oggi impedito lo sviluppo di un mercato significativo di questi titoli. Per le PMI, inoltre, il timore di conseguenze indesiderate, la rigidità dello strumento e la difficoltà di conseguire un merito creditizio elevato ha scoraggiato la scelta di un'alternativa alla linea di credito aperta presso una banca commerciale.

I fondi comuni di investimento aperti (e i “PIR”)

I fondi comuni di investimento aperti specializzati in obbligazioni quotate sono disponibili da tempo ed in grande quantità sui mercati finanziari nazionali e internazionali. Nonostante in Italia l'emissione di obbligazioni sia stata sempre limitata rispetto ad altri paesi, a causa della ridotta dimensione media delle nostre imprese, l'investimento “cartolare” in titoli di debito quotati (nazionali e internazionali) è nel nostro Paese la parte prevalente del credito non bancario a disposizione di investitori istituzionali e famiglie.

Il tentativo di utilizzare questo tipo di fondo “tradizionale” anche per la maggiore diffusione di strumenti alternativi alle obbligazioni quotate è stato fatto in Italia con l'introduzione dei **Piani Individuali di Risparmio o PIR**. Si tratta di fondi aperti (azionari o obbligazionari) incentivati fiscalmente se detenuti dai sottoscrittori nazionali per almeno 5 anni e destinati per almeno il 21% a titoli emessi da PMI nazionali (o dell'UE)¹⁰.

Fino ad oggi i PIR hanno avuto soprattutto il “merito” di aumentare significativamente l'asfittica raccolta di risparmio da parte dei gestori tradizionali del mercato nazionale, con limitati effetti sull'effettivo incremento di risorse finanziarie all'economia reale del Paese. Inoltre, la presenza di “vincoli di portafoglio” legati ad agevolazioni fiscali ha in sostanza segmentato il mercato finanziario piuttosto che aprirlo ad una pluralità di soluzioni neutrali sotto il profilo della tassazione. Nonostante questi limiti, i PIR hanno comunque dato, e possono ancora dare, un contributo importante alla raccolta dei fondi comuni di investimento aperti specializzati nell'investimento obbligazionario, a disposizione di grandi e, in parte, medio-piccole aziende.

Credit Funds; Lending Funds e Private Debt

¹⁰ Almeno il 30% del citato 70% (=21%), deve essere investito in strumenti finanziari non inclusi nell'indice FTSE MIB. In ogni caso, è posto un limite massimo di concentrazione del 10% per ogni singolo emittente di strumenti finanziari.

Estremamente più complessa è l'analisi dei **fondi comuni di investimento, solitamente chiusi e di medio-lungo termine, specializzati in titoli di debito non quotati e nell'erogazione diretta di finanziamenti** (c.d. Fondi di Investimento Alternativi – “**FIA Alternativi**”, anche nella forma –degli **ELTIF**”). Si tratta di veicoli di investimento adatti a portare nel portafoglio degli investitori, in forma indiretta e professionalmente intermediata, finanziamenti a PMI, progetti immobiliari e infrastrutture¹¹.

Sotto il profilo normativo in questo caso l'innovazione in Italia è stata **rilevante**, anche se è rimasta a lungo poco utilizzata. Infatti, sia pure con ritardi, incertezze e correzioni successive, **l'Italia si è progressivamente adeguata al resto dell'UE fino ad eliminare il principale pilastro del suo tradizionale bancocentrismo: la riserva di attività bancaria per la concessione di nuovi finanziamenti su basi contrattuali**. In breve:

- Nel 2013, la Banca d'Italia ha chiarito che non avrebbe considerato elusione della riserva di attività bancaria la sottoscrizione esclusiva da parte di un unico investitore (es. fondo di investimento chiuso specializzato in *mini-bond*) di un'emissione obbligazionaria effettuata da un unico emittente. Sono così nati i primi fondi di credito specializzati nella sottoscrizione in *private placement* di emissioni cartolari non quotate o quotate sul mercato ExtraMOT;
- Nel 2014, il D.L. 24 giugno 2014, n.91 (convertito dalla L.11 agosto 2014, n.116) ha poi autorizzato gli OICR all'investimento in crediti e, con una disciplina non priva di peculiarità (che non ha dato luogo ad effetti rilevanti), le società assicurative (e SACE) a concedere finanziamenti diretti alle imprese;
- Infine, nel 2016, il dl 14 febbraio 2016, n.18, ha autorizzato – in linea con quanto ormai prevalente a livello internazionale – gli OICR ad erogare finanziamenti diretti a soggetti diversi dai consumatori, nel rispetto di precise disposizioni del Testo Unico della Finanza

¹¹ I fondi di investimento chiusi specializzati in forme di credito diretto sono prevalentemente riservati ad investitori professionali (assicurazioni, fondi pensione e fondi sovrani) ma possono anche essere destinati alla clientela *retail*, sia pure con particolari cautele.

(TUF). In tal modo spezzando il vincolo della riserva di attività creditizia che consentiva solo alle banche l'erogazione di nuovi crediti in forma diretta.

Sotto il profilo commerciale, questo apparato normativo consentirebbe una fioritura di soluzioni assai diversificate, che per semplicità possiamo ricondurre alle quattro categorie già richiamate in precedenza:

- **Fondi di credito “cartolari” - Credit Funds**, che investono in emissioni di mini-bond o *project bond* sottoscritte su basi esclusive in *private placement* o anche in pool con altri operatori simili;
- **Fondi di credito diretto o Lending Funds**, che erogano finanziamenti su base contrattuale;
- **Fondi di Private Debt**, che in una prospettiva più “industriale” utilizzano congiuntamente sulla medesima iniziativa strumenti con rischi e durate diverse (es. debito a breve e a medio termine magari con piccola quota di mezzanino), nell'ambito di una “prevalenza” di rischio complessivo coerente con quella indicata nel regolamento, puntando a razionalizzare l'intera struttura del passivo di una società/progetto;
- **Fondi di credito investiti in portafogli ampiamente diversificati di microcrediti selezionati con piattaforme tecnologiche** capaci di valutare gli investimenti con sofisticati sistemi statistici.

Si tratta di soluzioni particolarmente funzionali: a) al tessuto industriale italiano, con la sua ridotta dimensione media d'impresa; b) al settore delle infrastrutture, che ha bisogno di soluzioni negoziate e flessibili di lungo termine (specie per la fase di costruzione), e c) al settore immobiliare (per analoghe ragioni).

Sotto il profilo regolatorio e di vigilanza tutte le soluzioni menzionate passano per l'industria del risparmio gestito (nel comparto degli alternativi) e quindi sono caratterizzate da un elevato livello di trasparenza dato che semplicemente configurano il **passaggio dal Testo Unico Bancario (TUB) al Testo Unico della Finanza (TUF)**. Il passaggio al TUF, peraltro, definisce un ambito di regolazione secondaria e di vigilanza che fa

riferimento al medesimo soggetto previsto per le banche. Inoltre, i fondi di credito diretto hanno obblighi aggiuntivi legati all'attività creditizia¹².

Nonostante ciò, il quadro normativo evidenzia notevoli scarti disciplinari tra i fondi di credito diretto e le banche. Il profilo forse più significativo è quello dell'assenza per i primi di un vincolo prudenziale come quello posto dalla disciplina del patrimonio di vigilanza bancario. Sostituito, però, dalla disciplina prudenziale prevista per SGR e Fondi in merito ai presidi organizzativi e alle disposizioni di contenimento e frazionamento del rischio¹³. Peraltro, la differenza sui vincoli di assorbimento del capitale si giustifica in quanto la raccolta operata collocando le quote del fondo di credito diretto presso gli investitori *“non viene effettuata con la promessa di (e l'affidamento su) un'incondizionata restituzione (non dando luogo quindi a «moneta bancaria»), bensì nella prospettiva di una gestione conforme ad una politica di investimento predeterminata e condivisa dal risparmiatore: insomma, in una consapevole assunzione di rischio (collegato all'eventualità dell'insolvenza degli affidati) che, proprio in quanto si tratta di capitale di rischio, non solleva le particolari esigenze di tutela che giustificano la disciplina prudenziale dell'attività bancaria, e la relativa riserva di legge”*¹⁴.

¹² I fondi di credito diretto italiani o operanti in Italia devono per esempio inviare a banca d'Italia le segnalazioni periodiche di vigilanza partecipando alla centrale dei rischi (anche per tramite di banche o intermediari finanziari ex art.106 del TUB).

¹³ **Biasin, M., Sciuto, M.**, (Ott.2016), “Il fondo di credito diretto”, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, Assogestioni. In questa visione i fondi (i.e. i relativi gestori) sono chiamati ad un'attenta valutazione del merito di credito dei richiedenti esattamente come le banche, dovendosi quindi dotare di specifiche competenze in tema di valutazione del merito creditizio al fine di riuscire a gestire responsabilmente l'intero processo di affidamento, con una struttura organizzativa ed un sistema di controlli interni in linea con le raccomandazioni del Comitato di Basilea in tema di *sound credit risk assessment and valuation for loans* e con la disciplina prudenziale in materia di gestione collettiva del risparmio.

¹⁴ **Biasin, M., Sciuto, M.**, Op.cit. Potremmo dire con gli autori che i *fondi* impegnati nella concessione diretta di credito sono *asset broker* (rispetto alle banche che sono *asset transformer*), impegnati in un'attività di gestione del risparmio senza accollo diretto del rischio associato al portafoglio di attività gestite, che permangono in capo ai partecipanti al fondo ai quali spettano i rendimenti.

4. Le difficoltà dell'Italia tra innovazione e tradizione

Quali sono i risultati di questo grande sforzo di innovazione normativa, avviato dal nostro Paese nel 2012 e svoltosi in parallelo con un aumento esponenziale del credito non bancario a livello internazionale? Promettenti ma ancora insoddisfacenti.

La recente relazione della Banca d'Italia per il 2019 ha innanzitutto confermato la tendenziale riduzione del credito bancario (*credit crunch*). Si legge: “*la riduzione dell'indebitamento [delle imprese], ininterrotta dal 2011, è proseguita anche nel 2019*”, soprattutto per la persistente riduzione del credito delle banche, riconducibile a fattori di domanda (uscita dal mercato di molte imprese e riduzione degli investimenti) e di offerta (maggiore avversione al rischio delle banche), “*con prevalenza di questi ultimi*”. Significativo, in tale contesto, è anche l'elevato grado di dipendenza delle imprese italiane dal credito bancario rimarcato da Banca d'Italia.

A fronte di tutto ciò, la stessa relazione di Banca d'Italia – pur rilevando come nel 2019 sia proseguita “*la diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese italiane*” (con i prestiti obbligazionari aumentati in modo sostenuto) e pur evidenziando che “*l'utilizzo di canali di finanziamento innovativi è in espansione*” (sebbene partendo da “livelli iniziali minimi”) – sottolinea come “*il ricorso a prestiti diretti da parte di fondi specializzati (direct lending), sia pure in graduale aumento, è ancora limitato*” e “*nel complesso il volume dei finanziamenti raccolti attraverso canali innovativi resta piuttosto contenuto*”.

Come mai, dunque, a distanza di 12 anni dalla crisi del 2008 e di otto anni dal tentativo più deciso mai condotto in Italia di introdurre forme di credito alternative a quello bancario nel nostro sistema economico, siamo rimasti in coda agli altri paesi dell'UE e non abbiamo ancora sviluppato soluzioni di credito non bancario di un qualche rilievo macroeconomico?

Provare a rispondere a questo quesito significa gettare le basi per un ragionamento di *Policy* volto a superare questo deficit strutturale del nostro sistema economico.

In prima battuta possiamo ritenere che l'Italia abbia mantenuto per troppo tempo un apparato normativo, regolamentare e di vigilanza totalmente incentrato sulla sua tradizionale scelta “bancocentrica”. Solo negli ultimi anni il Paese ha tentato di riformare questa impostazione, “dimenticando”

però che tutto il mercato finanziario nazionale si era nel frattempo totalmente conformato alla “distorsione gravitazionale dello spazio” prodotta dalla concertazione del credito sulle banche, che di quello spazio sono state – appunto – il “centro di gravità permanente” (si pensi ad esempio alla dipendenza del mercato del risparmio gestito dal sistema bancario).

Ne deriva che per portare a compimento un passaggio culturale così ampio e profondo, non basta semplicemente introdurre o consentire l’uso di nuovi strumenti, anche se innestati nell’ambito di mercati tradizionali. Per una discontinuità di sistema serve accompagnare e stimolare l’innovazione soprattutto a livello di mercati ed operatori, spezzando il bancocentrismo dei mercati finanziari e seguendo l’innovazione su tutta la filiera del risparmio: dall’investitore all’intermediario al destinatario finale delle risorse. Una scelta necessaria anche per evitare che il processo di cambiamento sia negativamente condizionato dalle inerzie e dagli assetti (e interessi) consolidati. Traducendosi nell’evidente fallimento di mercato che abbiamo di fronte.

Per questo motivo, nonostante l’innegabile sforzo normativo compiuto dal nostro Paese nella direzione di favorire la crescita di un più ampio mercato del credito non bancario, i risultati hanno tardato a manifestarsi. Non è bastato, infatti, semplicemente introdurre e incentivare fiscalmente “nuovi strumenti cartolari” (“*mini-bond*”; *project bond* e cambiali finanziarie) o consentire nuovi prodotti di risparmio gestito (fondi di *Private Debt* ed *ELTIF*) o, ancora, agevolare prodotti tradizionali per convogliarli su strumenti innovativi (PIR). Si è trattato di soluzioni utili ma non sufficienti, nella misura in cui questi cambiamenti: a) non hanno saputo lavorare su tutta la filiera che dal risparmio arriva allo strumento e al suo emittente; b) non sono partiti da una visione complessiva dei mercati finanziari, favorendone addirittura una maggiore segmentazione; c) non hanno inciso sulle debolezze della nostra industria finanziaria e sui suoi conseguenti limiti nell’introdurre l’innovazione necessaria.

Ulteriori elementi critici a livello di sistema sono i seguenti:

- **Il mercato obbligazionario:** i mercati regolamentati nazionali dedicati alle obbligazioni, il più tradizionale e diffuso strumento di credito non bancario presente in Italia, sono divenuti in questi anni più efficienti e trasparenti. L’emissione di obbligazioni quotate è

notevolmente cresciuta rispetto al 2007-2008. Tuttavia, la struttura del tessuto produttivo (molte PMI, poche aziende quotate, ecc.) costituisce un limite “tecnico” all’ulteriore espansione del mercato italiano, che resta piccolo rispetto a quello di paesi concorrenti. Inoltre, lo strumento obbligazionario presenta notevoli rigidità rispetto al credito bancario ed è quindi utilizzabile solo in determinate circostanze;

- **Il ritardo dell’industria del risparmio gestito sui fondi di credito:** l’assetto tradizionale dell’industria italiana del risparmio gestito è fortemente sbilanciato su fondi di investimento specializzati in titoli quotati. Inoltre, è stato sempre forte il collegamento delle SGR con il sistema bancario, che di fatto è il principale azionista di questo comparto e ne ha condizionato le caratteristiche distintive (si rammenti la *moral suasion* esercitata da Mario Draghi per la separazione tra i due settori quando era Governatore della Banca d’Italia). Al contempo l’Italia, nonostante i sensibili miglioramenti degli ultimi 20 anni, non è un paese leader nel comparto degli alternativi. Circostanza che non ha favorito lo sviluppo di fondi di credito diretto. È quindi in correzione di questa direzione che andrebbe concentrato un sensibile sforzo di *policy*;
- **L’apporto del mercato internazionale del credito non bancario:** se il credito non bancario non ha avuto in Italia quella crescita che ci si sarebbe augurati, perché il mercato internazionale – che invece ha registrato tassi di sviluppo impressionanti e continuativi - non è riuscito a colmare il divario¹⁵? Probabilmente perché gli operatori internazionali scontano una ridotta capacità di azione al di sotto di certe soglie dimensionali, sia per la scarsa conoscenza di realtà più piccole che per ragioni di economie di scala. Il che conferma l’importanza per un paese industriale come l’Italia di avere un proprio mercato finanziario evoluto, efficiente e massimamente competitivo.

¹⁵ In effetti molti operatori internazionali operano già nel nostro Paese ma su grandi operazioni o specifici settori (es. rinnovabili).

5. Conclusioni e brevi indicazioni di policy

In conclusione:

- A partire dal 2008 c'è stato un rilevante sforzo internazionale per contrastare il rilevante – ed in parte strutturale – fenomeno di *credit crunch* con un maggiore sviluppo di soluzioni di credito non bancario;
- Il credito non bancario non costituisce un settore omogeneo e univocamente identificato. Al contrario esso deriva dallo sviluppo nell'ambito del più ampio mercato finanziario di soluzioni diverse e variegate (più credito ma anche credito diverso), che possono nascere tanto da innovazioni radicate in comparti tradizionali dei mercati finanziari che dallo sviluppo di nuove soluzioni anche legate alla trasformazione tecnologica. Inoltre, possono essere soluzioni adeguatamente regolate e vigilate ovvero meno incardinate in processi normativi e di vigilanza idonei ad un controllo di stabilità dei mercati (*Shadow banking*);
- Anche l'UE ha preso parte a questo processo di innovazione, soprattutto a valle del Libro Verde sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea del 2013. Inoltre, con il sostanziale completamento della *Capital Market Union* l'UE ha fornito un quadro chiaro e coerente ai vari paesi membri dell'UE che, tuttavia, non hanno ancora dato piena attuazione al recepimento di queste regole;
- L'Italia – tradizionalmente bancocentrica – ha introdotto numerose innovazioni che, tuttavia, non hanno ancora consentito uno sviluppo sostanziale di soluzioni alternative al credito bancario, per una serie di ragioni strutturali:
 - ✓ La tradizione e la cultura degli operatori economici e delle autorità di regolazione e vigilanza che hanno mostrato grande prudenza verso soluzioni innovative e contemporaneamente difficoltà e ritardo nell'intercettare e regolare fenomeni connessi all'innovazione tecnologica;

- ✓ La forte relazione tra sistema bancario e comparto della gestione del risparmio e il conseguente condizionamento “bancocentrico” dell’intero sistema finanziario nazionale. Ha in questo quadro pesato l’assenza in Italia di un forte comparto dei fondi di investimento alternativi (FIA), comparabile per dimensione e sofisticazione a quella di altri paesi OCSE;
- ✓ Il limitato sviluppo dimensionale ed organizzativo dei nostri investitori istituzionali (cashe di previdenza, fondi pensione e assicurazioni vita), meno capaci degli omologhi di altri paesi di agire come promotori dell’innovazione nelle proprie *asset allocation* (*anchor investor*);
- ✓ La ridotta dimensione media di impresa.

In definitiva, una maggiore disponibilità di credito non bancario per i settori produttivi passa per una maggiore articolazione dei mercati finanziari, capace di conseguire – senza artificiose segmentazioni – la necessaria diversificazione delle opzioni a disposizione di imprese, infrastrutture e progetti immobiliari. Partendo da tale considerazione si possono immaginare soluzioni di *policy* articolate su tre livelli: *policy* fondamentali; *policy* strumentali e *policy* regolamentari.

Indicazioni di policy fondamentali

Il primo livello di intervento deve portare all’adozione di **un’ampia riforma del mercato finanziario nazionale** volto ad aumentarne la competitività agendo sui suoi tradizionali punti di debolezza, con l’adozione di una **precisa road map che includa anche il pieno recepimento della Capital Market Union**. In tale prospettiva dovrebbero rientrare a giudizio di chi scrive, ad esempio:

- un percorso di maggiore **separazione tra banche e SGR** e la **crescita dell’industria del risparmio gestito soprattutto nel comparto degli alternativi** (con grandi campioni nazionali ed almeno di caratura europea);
- un’azione di **supporto alla crescita dimensionale ed organizzativa degli investitori istituzionali italiani** accrescendone il ruolo di attivisti consapevoli a supporto dell’economia reale (*anchor investor*);

- un rafforzamento del **monitoraggio istituzionale sul credito non bancario** che metta in raccordo dati, analisi e proposte di varia fonte (a carico di Banca d'Italia che ha già il suo osservatorio).

Soluzioni di policy strumentali

Se il ritardo dell'Italia sul fronte del credito non bancario riflette i limiti dell'assetto e della struttura del suo mercato finanziario, accanto alle necessarie azioni di riforma strutturale che richiederanno un certo periodo di tempo, appare utile riflettere su opzioni capaci di risolvere nel più breve periodo l'evidente "fallimento di mercato" che abbiamo registrato in questo ambito.

Analogamente a quanto già accaduto in altri paesi (es. la Francia con CDC) ed a livello di UE (con l'attivismo di BEI, anche tramite il FEI), un ruolo di stimolo potrebbe essere svolto da CDP, quale "banca promozionale" italiana, in più stretta collaborazione di quanto abbia fatto sino ad ora con gli investitori istituzionali del Paese.

CDP, invero, qualche anno fa aveva già attivato un canale di azione tramite il Fondo Italiano dedicato agli operatori nazionali più attivi sull'innovazione del credito non bancario (incentrato su mini-bond e PMI). È però mancata continuità ed un percorso più strutturato, volto ad incentivare la diffusione del più ampio ventaglio di soluzioni rivolte ai tre principali comparti dell'economia reale: PMI; immobiliare e infrastrutture.

Potrebbe aiutare in questa direzione riproporre un programma di azione, a seguito però di un chiarimento sulla "mission" di CDP, oggi condizionata dall'intreccio e la sovrapposizione della funzione di banca di sviluppo con quella di holding pubblica (attività che in Francia sono state distinte).

In virtù della nuova disciplina di recente emanazione (dl 23/2020), peraltro, si potrebbe prevedere anche un supporto da parte di SACE – trasformata in agenzia nazionale per le garanzie di stato – con garanzie a mercato dedicate a soluzioni efficaci e trasparenti di credito non bancario attivate a livello nazionale.

Profili di policy regolamentari e di comparto

Le due azioni di policy precedenti dovrebbero essere accompagnate da un ulteriore livello di intervento regolamentare, più granulare e pervasivo, volto

a verificare sistematicamente la filiera di norme che non hanno dato i risultati sperati (es. il credito diretto delle assicurazioni e di SACE, PIR) e a valutarne delle altre capaci di incoraggiare soluzioni ampiamente affermate sui mercati internazionali ma ancora carenti nel nostro Paese.

Resta ancora una volta strategica la valorizzazione degli investitori istituzionali, nella prospettiva di una maggiore aderenza dei loro investimenti tanto ai loro obiettivi quanto alla capacità di raggiungere in maniera efficace l’economia reale, supportandone il sano e solido sviluppo.

Da valutare con molta attenzione, in questa prospettiva, l’utilizzo (chirurgico e selettivo) degli incentivi fiscali che sebbene siano assai efficaci nell’orientare il risparmio verso le soluzioni prospettate diventano un potenziale elemento distorsivo nell’allocazione dei capitali quando finiscono con il segmentare il mercato, dando vantaggio competitivo a strumenti che non comportano un maggiore grado di efficienza complessiva.